

人的資産レント保護と企業買収防衛策

飯 島 裕 胤

要 約

経営者の人的投資インセンティブを視野に入れた企業買収防衛策の妥当性問題を考える。この文脈では、一般に、防衛策導入は株主利益の観点からも正当化できるとされる。人的資産レントの保護に寄与し、人的投資を促すからである。だが株主利益から正当化されるためには、防衛策に対する周知の懸念—買収を通じた企業価値向上を排除するというロス—も考慮せねばならないだろう。本稿はこの観点から分析を行い、次の結論を導いた。防衛策が株主の利益からも正当化されるとすれば、その強さは株主構成に依るものでなければならない。具体的には、当該企業に主導的大株主が存在する場合と比較して、分散的小株主が支配的な場合—現代の上場大企業の多数はこのケースにあてはまる—には、買収防衛策は弱いものでなければならない。

1 はじめに

企業買収防衛策の典型的論点として、従業員や取引先あるいは経営者の「人的資産レント保護」がある¹。企業内でのスキル・ノウハウの習得や人的ネットワークの構築等に対する報酬が企業買収によって失われてしまう（ことが見込まれる）なら、人的投資の意欲は明らかに低下する。これは企業収益を低めるから、株主にとっても問題である。日本企業においては人的資産の役割が他国より大きいとされ、この論点は、とりわけわが国において注目・強調される²。

* E-mail: ijjima@cc.hirosaki-u.ac.jp. この論文は2006年出版予定の書籍の一章（分担執筆）として書かれたが、諸事情あって出版計画が止まってしまう未公開であったものである。当時、法の経済分析ワークショップ（於：信州大学）と応用経済学会（於：広島修道大学）で報告し、家田崇先生（甲南大学）、加藤貴仁先生（神戸大学）、田中亘先生（東京大学社会科学研究所）、小林磨美先生（近畿大学）から有益なコメントを頂いた。記して深くお礼申し上げたい。同時に、今回発表の機会を与えて頂いた本誌にも感謝したい。なお、この研究は、執筆当時受けた科学研究費補助金による成果の一部である。

¹ 武井（2004）は、まさにこの観点から敵対的企業買収への「防備」（＝買収防衛策）の必要性を訴えている（pp.22-24）。また、森田（2003）は企業買収防衛策研究の定評ある優れたサーベイであるが、「今後のリサーチ・アジェンダ」として、「事前的な効率性（経営者の人的資本への投資等）についての研究が不十分で」「この点を組み込んだモデルによる研究が期待される」と述べている（p.32）。

² なお、人的資産レント保護以外の観点からの防衛策の議論としては、Kahan（1993）、Bebchuk（1994）、Bergström, Högfeldt and Molin（1997）、Burkart, Gromb and Panunzi（1998）、Bebchuk and Hart（2001）、Daines and Klausner（2001）などが代表的である。これらは、企業買収プロセスで株価を高めることを追求したものである。

企業買収は人的資産レントを、どの程度損ねるだろうか。買収防衛策は以上の観点から、どの程度正当化されるのだろうか。著者はこの問題に対して、次の2つのルートから挑んでいる。すなわち、従業員をはじめとするステークホルダー（企業買収プロセスには直接は関与しない）の利益保護の問題と、経営者自身（直接関与する）の人的投資の問題である。そしてこのうち第1の課題については、既に論文（飯島(2008)）で結論を得たところである。これは、Bhagat, Shleifer and Vishny（1990）により実証的に示された現象（現経営陣は買収者と比べて一般にはステークホルダーの利益を保護しているが、買収対象になったが存続した経営陣は全く保護しない）を説明する理論モデルを構築し、このモデルを援用して、企業買収自体はステークホルダーの人的資産レントを損ねるものではないことを示したものである。手短かに説明すると、(a) 買収者が頻繁にステークホルダーの利益を損ねるように見えるのは、守ることが経営上不利な状況でしか買収が成功しない（よってそれ以外買収者は登場しない）ことに主因があり、(b) そこに防衛策が導入されても、現経営陣は経営上不利な選択をしてくれるわけではないことを明らかにしている³。企業買収は、ステークホルダーの人的資産レントを損ねていないのである。

本稿は、ここで第2の論点に取り組む。経営者自身の地位は、ステークホルダーのそれとは異なり、明らかに企業買収と直接的に関係する。敵対的企業買収の後には、経営者がその地位に留まることはない。（対して従業員は、ほとんどが留まる。）ここでは第1の論点とは異なり、次の問題に焦点をあてよう。人的投資の促進に効果があるからと言って、際限なく防衛策が認められるべきではない。買収防衛策導入による周知のロス（企業価値の改善機会を逃す）を勘案して、どの程度まで正当化されるのだろうか。

著者の直観は次の通りである。買収防衛策の正当化の程度は、当該企業の株主構成に依存するだろう。主導的大株主が存在する場合（以下、これを「大株主主導型」とよぶ）と比較して、小株主が分散して存在する場合（「合理的小株主主導型」とよぶ⁴。現代の上場大企業の多くはこのケースに当てはまる）には、企業買収の成立価格が高いものになることが知られている⁵。そしてこれは、合理的小株主主導型の場合、企業買収成立による株主利益がきわめて高いことを意味する。つまり、買収を逃すことによるロスが大きいのである。人的資産レント保護の利益を勘案しても、強い防衛策は正当化されない。防衛策が株主のために設計されているとすれば、大株主主導型の場合は強い防衛策、合理的小株主主導型では弱い防衛策（あるいは防衛効果を弱めるような手立て）が採用されていなければならないのではないか。

³ 現経営陣はその性質上ステークホルダーの利益を守るだろうとの考えは、Bhagat, Shleifer and Vishny（1990）によって示された現象のうち後者（買収対象になったが存続した経営陣は全く保護しない）と整合しない。新たな説明が必要である（であった）。

⁴ 「合理的」を付すのは、後に合理的でない（＝攪乱的、ノイズ的な）小株主が存在するケースも扱うからである。後述する。

⁵ Grossman and Hart（1980）、Bagnoli and Lipman（1988）を参照。

本稿はこの直観をモデルで描写し、理解を厳密に確認する⁶。人的資産レント保護を考慮した買収防衛策では、Molin(1996)、Bebchuk(2003)が先行研究である。本稿は、モデルで扱われる状況や分析手法を現実的にし⁷、また新たに株主構成と正当な防衛策の関係に注目して、この特徴づけを行うものである。これによって防衛策の正当性を判断する「基準」を提供したい。なお、次節以降では上記の2つの株主構成の型だけでなく、現実的関心からもう一つの型である「一定以上の攪乱的小株主存在型」—行動の合理性に劣る小株主(いわゆるノイズ・トレーダー)が一定以上存在する状況—も扱う。これらを含め、厳密な分析を通じて結論を導こう。

次節に移る前に、本稿の分析の特徴的な2点について、注記しておく。第1に、本稿は、買収防衛策が最大限正当化されやすい設定を、あえて採用している。たとえば、本稿が念頭に置く買収防衛策はポイズン・ピルだが⁸、消却の決定が事後的な株主利益に反して過少になる(これを「消却のエラー」とよぶ)状況を仮定している⁹。これは一見、買収防衛策の正当性を損ねる仮定だが、そうではない。消却のエラーが存在しなければ企業買収の帰趨は事後的な株主利益の観点から一意に決まるのであって、買収防衛策は経営陣を守らない。よって、人的資産レント保護を念頭に置いた防衛策導入論議ははじめから否定されるのである¹⁰。本稿は、論理的に防衛策を正当化しうる必要性もあって、あえて消却エラーの想定を採用している。分析の結果として現状の防衛策への懐疑が導かれたときにはその意味は重く、結論に同意しない者が本稿の仮定の妥当性について“逃げ”をうつことは許されない。この想定を外すならば、そもそも防衛策は無意味との結論に定まるのである。

第2に、買収防衛策の正当化の程度を測る手法も特徴的である。おそらく標準的な手法は、株主や経営者の利益を勘案した社会厚生と比較であろう。つまり、抽象的最大化社会厚生を求め、これを現実とおぼしき状況の社会厚生と比較するのである。この手法の欠点は、最大化を導く具体的裏付けが不明なことである。経営者(あるいは取締役会)が手立てを欠くとすれば、たとえ社会的最

⁶ 理論分析は、モデルを利用して、直観と相反する要素が生じないか厳密に確認作業を行うものである。

⁷ Bebchuk(2003)は、経営者が株式のほとんどを保有するオーナー経営者を念頭に置いている。本稿は経営者と株主が分離した状況を扱っている。また、Molin(1996)は、防衛策の強度の調節手段を明示することなくそれが可能と仮定しているが、本稿は明記して分析している。

⁸ ポイズン・ピルは、防衛効果を見込めるような特徴をもつ「新株予約権(当該企業新株の購入権、コール・オプション)」を、株主に割り当てる防衛策である。(1)行使が可能になるのは、新たに一定割合を超える大量取得者(これは買収者を想定している)が現れたときである(トリガー条項)、(2)大量取得者には行使権はなく(権利行使制限条項)、(3)一方で(それ以外の株主の)行使価格はディスカウントされたものである。また、(4)取締役会の判断によって一度割り当てた新株予約権を消却できる特徴(消却条項。例えば友好的買収者に対して消却する余地を残す)も重要である。

⁹ 買収者は取締役会に消却を命ずるよう裁判所に提訴できるが、それが株主利益から望ましいとしても、次の2つの場合に退けられる可能性がある。第1には取締役会の主張を崩す十分な証拠が揃わない場合、第2にはわが国における消却可否の審理がそもそも株主基準とは実質的に乖離している場合である。

¹⁰ 田中(2006)も、人的資産レントの保護を目的とするなら、論理的に、防衛策は「取締役会は、たとえ」「全株主が買収に賛成しようとも、新株予約権を消却しないことによって忠実義務の違反には問われない」形態でなければならないと主張し、このことを示唆している。要するに、「正しく」消却が行われる防衛策では、人的投資を促すことはできないのである。

適を達成できなくても非難にあたらないかもしれない。そこで本稿では、原理的に人為的設定が可能な、ポイズン・ピルにおけるディスカウント率（買収者以外の株主への新株割当の際の価格割引率）に注目し、これを社会厚生上最適に設定するならどんな水準になるか（どんな状況で強くもしくは弱くあるべきか）を問う¹¹。本稿で「合理的小株主主導型の企業では防衛策は弱くあるべき」と主張するときには、少なくとも一つ、適正化の手段が具体的に裏付けられている。防衛策を弱める工夫がなされていない現実に対しては、社会厚生（とくに株主利益）は事実上無視されていると結論付けられることになる。

論文の以下の構成は次の通りである。第2節でモデルを提示する。第3節では、予備的考察の後、主要な結果を展開する。第4節は、本稿のモデルが含まない様相について議論する。最後に第5節で結論を述べる。

2 モデル

モデル内で描写される主体は、現経営陣、株主、買収者である。現経営陣は一つの主体として扱う。一方株主については、大株主（ s_L ）、合理的小株主（ s_R ）、攪乱的小株主（ s_N ）の3タイプに分類する。（括弧内はそれぞれの比率である。行動様式については後に記述する。）全ての主体はリスク中立的かつ時間割引率ゼロと仮定し、単純化を図る。当該企業の株式発行総数を1に正規化して、買収者は当初株式を保有しないものとする。

時間の進行（タイムライン）は図1の通りである。 $t=2$ から4までは、企業買収の局面である。また $t=1$ は、現経営陣が、企業買収の成否を考慮しつつ人的投資を行う様相を描写する。そして、それら全てを考慮した上で、 $t=0$ 、つまり事前に新株予約権（ポイズン・ピル型の買収防衛策）の設定を行う。

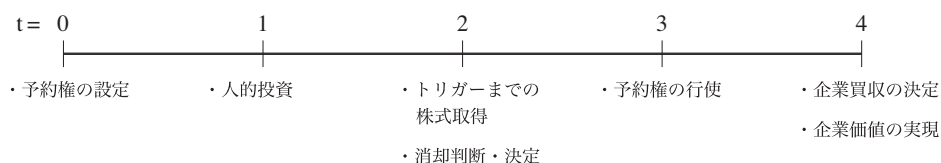


図1 タイムライン

¹¹ Carney and Silverstein (2003) は、ポイズン・ピルは消却されない限り企業買収は不可能という常識に挑戦した、よく知られた研究である。買収を通じて買収者が得る利益と消却されないために発生する不利益を比較して、前者が顕著に大きく、實際上企業買収を妨げるものではないことを示している。（なお、この論文は理論的な可能性を述べたものだが、その後、2007年わが国の「ブルドック・ソース事件」で現実化する。当該買収者が、防衛策が発動され消却されないまま、買収オファーを継続したのである。）この議論を援用すれば、ディスカウント率によって企業買収の成功頻度をコントロールできることが導かれる。（本稿はそこに注目する。）すなわち、ディスカウント率を高くすれば頻度は低く（強い防衛策に）、低くすれば頻度が高く（弱い防衛策に）なるのである。

新株予約権の設定 最適な(あるべき)買収防衛策として、株主利得と現経営陣利得の総和の最大化を考える。単に株主利益だけを志向しているのではないことに注意する。現経営陣のためでも、株主のためでもある買収防衛策を分析することを、本稿の目的とする。また一方で、買収者の利得は除外しており、この意味でも最大限防衛策が認められやすい設定になっている¹²。

買収防衛策に用いる新株予約権については、企業は原理的にいくつかの変数を任意に設定できる。本稿ではこのうち、行使価格のディスカウント率(γ で表す。 $0 \leq \gamma \leq 1$)を明示的に扱い、そのあるべき設定について考察する。トリガー条件(z で表す。 $0 < z < \frac{1}{2}$)と、行使時の割当株式数の設定(h で表す。 $h > 0$)については外生的に扱い、記号と分析を節約する¹³。なお記号の意味は次の通りである。 z 以上の割合(たとえば20%)の株式を新たに取得した大量取得者(買収者を想定している)が現れたときは、その者を除き、既存1株につき新株 h 株(たとえば1株)を、 γ の率でディスカウントされた行使価格で取得できる。

企業価値(企業収益)の決定 人的投資や企業買収の成否は企業価値に大きく影響を与える。説明の都合上、人的投資や企業買収の定式化の前に、企業価値の決定について述べる。

人的投資は次のように影響する。当初の企業価値を一般に \bar{v} とするが、これは経営陣による人的投資水準 e に依存して $ae + \beta e$ ($a, \beta \geq 0$, 定数)だけ増加する。なおこのうち ae は現経営陣が支配権を継続するときのみ生じる増分、 βe は支配権が移転しても生ずる増分を表す。 ae は、外部経営者では実現不可能な企業価値、つまり現経営陣の継続によって発生する「余剰」である。一般にはこの余剰を現経営陣と株主で分配すると考えられるが、ここでは簡単化のため、余剰の全てを現経営陣が(その地位に留まる限り)得ると仮定する¹⁴。これが経営陣の人的投資インセンティブを生じさせる。(ただし、 βe の項があるので、インセンティブは十分ではなく、これが買収防衛策の存在意義につながる。)

また企業買収の成否も企業価値に変化をもたらす。(だからこそ企業買収が争いになるのである。)企業価値の変化を、正・負いずれも起こりえる変数 W_τ で表す。 $W_\tau > 0$ ならば企業価値を改善する買収者、 $W_\tau < 0$ なら低める買収者を意味する¹⁵。なお添字 τ は買収者のタイプを表す。ここで、 $t=2$ 以降の企業買収の各ステージにおいて、買収者自身、大株主、合理的小株主はタイプを完全に知っているものとする¹⁶。新株予約権の設定時点($t=0$)や人的投資の決定時点($t=1$)にお

¹² 現経営陣の利得を含めることの現実的な正当化は、留保効用モデルである。現経営陣の利得の増加は、その報酬(ここでは明示的にモデル化しないが)の削減を可能にし、株主利得を高める。いずれにせよ、分析上株主利得のみを対象にすることも可能であるが、それは防衛策を認められにくくするだけである。

¹³ トリガー条項については後節で直観的に議論する。

¹⁴ 経済学の言葉でいうと、この問題に関する現経営陣の交渉力は100%と仮定する。

¹⁵ 経営陣交代による ae (人的資本蓄積の価値の一部)の逸失があるので、株主と現経営陣の利得を合わせた観点からは、 $W > ae$ が改善するかどうかの臨界点である。

¹⁶ 攪乱的小株主については後述する。

いては、どんなタイプの買取者が現れるか分からず、起こりうる状況全てを（確率的に）想定して行動するとする。 W_t についての確率密度関数 $f(W_t)$ が存在し、この期待値について $E[|W_t|] < \infty$ を仮定する。分布関数は $F(W_t)$ で表す。

まとめると、企業が生み出す価値は、(i) 企業買取が成立しない場合 $\bar{V} + ae + \beta e$ であり、このうち ae は経営者の利得、 $\bar{V} + \beta e$ が株主全体の利得である。(ii) 買取が成立した場合は、 $\bar{V} + \beta e + W_t$ が、企業が生み出す価値であり、これをその時点の株主（買取者と株式を売却しなかった株主）で分ける。

人的投資 $t=1$ で現経営陣が決定する人的投資は、先述のように企業価値を高める。仮にコストなくこれが可能なら、現経営陣はフルに人的資本を拡充してくれるのだが、そうでない現実がある。この事実を、現経営陣自身にかかる人的投資のコスト $C(e)$ によって描写する。ここで $e (e \geq 0)$ は人的投資の水準で、 C は2階可微分、 $C' \geq 0$ 、 $C'' > 0$ 、 $C'(0) = 0$ 、 $\lim_{e \rightarrow \infty} C'(e) = \infty$ とする。

トリガーまでの株式取得、新株予約権の消却 時点 $t=2$ では、買取者は企業買取を決意したら、トリガー水準 z (の直近) まで株式を取得し、ここで新株予約権の消却が判断される。なお、 $t=2$ での (z までの) 株式取得価格は $\bar{V} + \beta e$ (当初の株主価値) と仮定する¹⁷。

消却の判断は、本来は取締役会と裁判所が関与するものだが、説明を煩雑にしないために、次のように単純化して仮定する。まず、(a) W_t が負のときは消却されない。(買取者側の主張が却下される。)(b) 一方正の時は、 $\pi (0 \leq \pi \leq 1)$ の確率で消却されず、 $1 - \pi$ の確率で消却される（このときは買取者側の主張が認められたことになる）。これは、 W_t が正のときは企業価値の観点からは直ちに買取は認められるべきであるが、確率 π で買取者側の主張が認められない、「確率的エラー」が発生する、というものである¹⁸。 $\pi = 0$ ならエラーはなし、 $\pi = 1$ なら全く消却されない状況を意味する。なおここでの消却判断においては、その時点の企業価値が基準になり、前時点の人的投資のインセンティブは考慮されていないことに注意しよう。その現状認識が買取防衛策の存在意義につながるのである。

なお、買取者が企業買取を志向しない場合は、このステージ以降の進行はなく、継続価値が企業に実現する。

新株予約権の行使 消却が行われなかった場合でも、企業買取を試みる買取者は、トリガーを引き（トリガー水準を超えて株式取得し）、予約権が $t=3$ において行使される。買取者の持株比率は一度低下し、また行使価格はディスカウントされているので、買取者の持株価値は毀損される。その上で次の時点に進む。ここでの行使価格は $(1 - \gamma)(\bar{V} + \beta e)$ 、つまり行使価格の算出では当初株価

¹⁷ 現実には $\bar{V} + \beta e$ より高い水準になると予想されるが、もしそうであれば買取はより困難であり、防衛策の強度はより慎重で（弱く）あるべきである。防衛策正当化のハードルが、より高いものになる。

¹⁸ 確率的エラーを定式化した動機は導入節で述べた。

を使い、これをディスカウントするものとする。

一方消却が行われた場合には、 $t=3$ を通過して最終時点（企業買収のステージ）に進む。

企業買収 時点 $t=4$ で、公開買付によって企業買収が行われる。（もちろん買収者が買収をあきらめた場合には行われず、現経営陣の下で企業買収が実現する。）買収者がオファーをして、各株主がおのおのの独立に受けるか否かを定める。買収者が全株式の $\frac{1}{2}$ 以上を獲得できれば、買収は成立である。半数を得られなければ、現経営陣は支配権を継続できる。なおここでの企業買収については、分析の簡略化のため、買収者は発行株式数の半数を得ようとするを仮定する。（それ以上を購入しようとしなない。それにはエクストラのコストが大きくかかるものとする。）

最後に、各タイプの株主の行動様式を定める。（これにより各タイプの違いが明らかになる。）大株主は、自分が売却しなければ企業買収が成立しないかもしれないと考えるが、小株主は、自分の売却の決定が企業買収の成否に与える影響を全く無視する。つまり、大株主は自らの売却が *pivotal* でありうることを認識する一方、合理的小株主は自らを *pivotal* ではないと考えて売却を決定するものとする。これが大株主と小株主の違いの本質である。次に、攪乱的小株主についてである。大株主・合理的小株主は時点 $t=2$ で W_t の値を知っているものとしたが、攪乱的小株主は知らず、各々多様な予想を持つものとする。そして、買収者がオファーした価格が自らの予想する価値を上回ったときには株式を売却する。このタイプの予想の持ち方は、買収者の改善企業価値を $W_t + d$ （ただし d は区間 $[-\bar{d}, \bar{d}]$ 上の一様分布）と考えるものである¹⁹。おわりに、全株主共通の仮定として、株主は継続株主価値 $\bar{V} + \beta e$ 以下の価格では株式を売却しないものとする²⁰。

3 分析

3.1 企業買収の成否

本小節は、時点 $t=3, 4$ の分析である。新株予約権行使の影響と、企業買収の成否について、次の結果を明らかにする。

補題 1. 新株予約権が行使されると、買収者の保有割合は、 $\mu = \frac{z}{1+h(1-z)}$ に低下する。また新株予

¹⁹ このタイプは提示された価格に対して、売却する者としなないものに分かれる。ただ、提示される価格が高いほど売却する者が多くなる傾向は持っている。

²⁰ この仮定は、たとえば Bagnoli and Lipman (1988) などでも利用されている。なお Iijima and Ieda (2007) はその分析の過程で、この仮定と同じ結果を、均衡概念として Pareto dominance criteria を用いることで内生的に導けることを示している。分析対象が若干異なるものの、本稿の状況でも同様の結果を導けると考えている。

約権行使価格のディスカウントは（新株への対価としての）企業への払込金の縮小を意味し、買収者の保有株式価値は、

$$\frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)}\gamma(\bar{V}+\beta e),$$

だけ毀損される。消却されない場合、企業買収を行うにはこれだけの損失を負う必要がある。

補題 2. 企業買収価格は株主構成によって異なり、

1. 大株主の持株比率が十分高く $\mu + (1 - \mu)s_L \geq \frac{1}{2}$ を満たす場合（これを「大株主主導型」とよぶ²¹⁾）、均衡買収価格は極めて低く $\bar{V} + \beta e$ である。
2. 上の a. の条件を満たさないが、 $\mu + (1 - \mu)(s_L + s_N) \geq \frac{1}{2}$ を満たす場合（これを「一定以上攪乱的小株主存在型」とよぶ）、均衡買収価格は、

$$P_N^* \quad \min [\max \{ \bar{V} + \beta e, \bar{V} + \beta e + W_\tau - \bar{d}(1 - 2\frac{s_N}{s_N}) \}, \bar{V} + \beta e + W_\tau]$$

である。ただし、 $s_N = \frac{1}{1-\mu} \{ \frac{1}{2} - \mu - (1-\mu)s_L \}$ である。

3. 合理的小株主の持株比率が高く $(1 - \mu)s_R \geq \frac{1}{2}$ を満たす場合（これを「合理的小株主主導型」とよぶ）、均衡買収価格は極めて高く $\bar{V} + \beta e + W_\tau$ である²²⁾。

補題 3. 企業買収の成否は、消却がなされたか否かによって異なり、

1. 消却された場合、企業買収を行うのは、 $W_\tau \geq 0$ の買収者である。なお、この場合の企業買収を行う閾値を \underline{W}_D で表す。（ $\underline{W}_D = 0$ である。）株主構成は買収価格に影響するが、企業買収の成否には影響しない。
2. 消却されない場合は、企業買収の成否は、さらに株主構成によって異なり（なお、この場合の企業買収の閾値を、以下一般に \underline{W} で表すことにする）、
 - (a) 大株主主導型の企業では、 $\frac{1}{2}W_\tau \geq \frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)}\gamma(\bar{V} + \beta e)$ の買収者が企業買収を行う。（なお、このケースの企業買収の閾値を $\underline{W}_L(\gamma)$ で表す。）
 - (b) 一定以上攪乱的株主存在型の企業では、条件式は、 $\mu W_\tau + (1 - \mu)[W_\tau - \{P_N^* - (\bar{V} + \beta e)\}] \geq \frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)}\gamma(\bar{V} + \beta e)$ 。（なお、このケースの企業買収の閾値は $\underline{W}_N(\gamma)$ で表す。）
 - (c) 合理的小株主主導型の企業では、条件式は、 $\mu W_\tau \geq \frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)}\gamma(\bar{V} + \beta e)$ 。（なお、このケースの企業買収の閾値は $\underline{W}_R(\gamma)$ で表す。）

そしてこれらの閾値は γ について増加的で、

²¹⁾ これは、買収者（の低下した）持株比率と大株主の持株比率を合わせれば半数に達する場合である。

²²⁾ 以上 3 つの場合分けの条件は、排反かつすべての事象を網羅している。（たとえば 3. の条件において、 $s_R = 1 - s_L - s_N$ とおくと確認できる。）

$$\underline{W}_D \leq \underline{W}_L(\gamma) \leq \underline{W}_N(\gamma) \leq \underline{W}_R(\gamma),$$

である²³。

まず補題1について確認する。買収者がトリガーを引くと、買収者を除いた株主はディスカウントされた価格で新株を購入することができ、結果として買収者株式の希薄化と、その価値の毀損が起る。このことをそれぞれ単純に式で表したものである。希薄化については、 $\frac{z}{z+(1+h)(1-z)}$ によって求められ、価値の毀損については $\frac{z}{1+h(1-z)}\{\bar{V} + \beta e + h(1-z)(1-\gamma)(\bar{V} + \beta e)\} - z(\bar{V} + \beta e)$ で導かれる。(後者については、(新株への対価としての) 企業への払込金が $h(1-z)(1-\gamma)(\bar{V} + \beta e)$ に過ぎないことに注意する²⁴。)これが買収者にとっての、トリガーを引くことのコストである。買収者は、これを上回る利益を買収から得られる見込みがあるときのみ、トリガーを引く。

次に補題2の企業買収価格である。買収者は、半数の株主が売却に応じる最も低い価格をオファーする。ケース1や3のように大株主もしくは合理的な小株主が主導する状況であれば、結果はよく知られている。ケース2においても利用するので、まず、これらの結果から見ておこう。ケース1では、買収者が価格 $\bar{V} + \beta e$ (それより微小 $\epsilon > 0$ だけ高い価格) をオファーすれば大株主が売却する(しなければ支配権移転は不成立で、先の ϵ の利益を取り損ねてしまうから)ので、その価格をオファーすればよい。これは下限価格だから、買収者は考えうる最も高い利得を得て、株主はその逆である。具体的には買収者の利益は、既保有株式から μW_τ 、新規買付分が $(\frac{1}{2} - \mu)W_\tau$ であり、合計 $\frac{1}{2}W_\tau$ である。企業買収の動向を決定する上で用いる。

またケース3はGrossman and Hart (1980) のフリーライダー問題が発生する状況である。合理的な小株主に売却してもらわねば、支配権を獲得できない。そしてこの場合、価格が $\bar{V} + \beta e + W_\tau$ (つまり支配権移転により発生する1株当たり余剰を全て取りつくす価格) 以上でなければ、合理的な小株主が売却するNash均衡は存在しない。(合理的な小株主の一部すら売却しない。)このときの買収者の利得はきわめて低く、 μW_τ にすぎない。

これをふまえ、ケース2である。買収者にとって最も都合よいのは、大株主から支配権を得る十分な株式 $(1-\mu)$ が手に入ることである。しかしこのケースではそれは不可能である。そこでここでとられるべき戦略は、攪乱的小株主が合理的な小株主よりも安く売却してくれるときに限って、攪乱的小株主から購入することである。合理的な小株主は価格 $\bar{V} + \beta e + W_\tau$ で売却するのは分かっているから、これが価格の上限になり、これより低い価格で攪乱的小株主から十分に入手できれば、そちらを選択する。分析しよう。 $\bar{V} + \beta e + W_\tau$ において、攪乱的小株主のうち半数が売却する。

²³ 以上の記号を使って、具体的な企業買収の進行を次のように場合分けして描写すると、次の通りである。まず $t=2$ で $W_\tau \geq 0$ の買収者がトリガー水準(の直近)まで株式を買い付け、消却を求める。消却が認められれば、そのまま企業買収。認められなければ、閾値を越える買収者 $W_\tau \geq \underline{W}(\gamma)$ のみが $t=3$ でトリガーを引き企業買収。閾値に達しない買収者はトリガーを引かず、企業支配権は移転しない。

²⁴ これが $h(1-z)(\bar{V} + \beta e)$ 、すなわち $\gamma=0$ なら価値の毀損は起らない。(MM命題の状況である。)

(以下、図2を参照。)ゆえに2の記号を用いると $\frac{s_N}{s_N} \leq \frac{1}{2}$ ならば、攪乱的小株主から入手することを考える。このとき価格 P として、 $\frac{1}{2d}\{P - (W_\tau - \bar{d})\} = \frac{s_N}{s_N}$ を満たすものを提示すれば、大株主と攪乱的小株主から、支配権を獲得する十分な株式を購入できる。以上をまとめたのが補題2の2である²⁵。なお、このときの買収者の利得は $\mu W_\tau + (1 - \mu)[W_\tau - \{P_N^* - (\bar{V} + \beta e)\}]$ である。これは、上記2ケースにおける利得の間に位置することが確認できる。

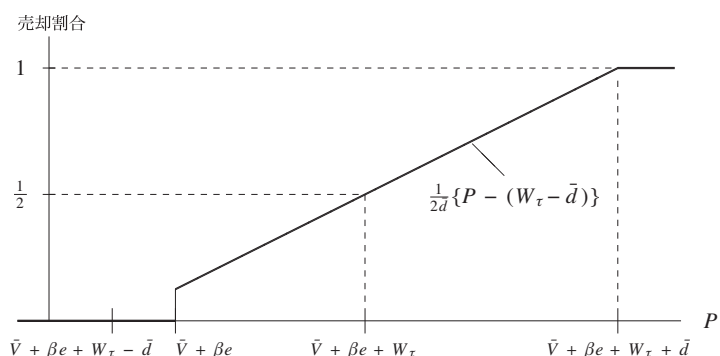


図2 攪乱的小株主の売却パターン：提示価格とそれに対応した売却割合

最後に補題3の企業買収の成否である。 $t=2$ において消却されている場合、買収者は既購入株式価値の毀損を考えなくてよく、 $W_\tau \geq 0$ であれば買収の利益を確保でき、 $W_\tau < 0$ であれば買収は買収者自身の損失となる。よって先の結果は明らかである。

一方消却されない場合は、既購入株式価値の毀損との比較考量である。毀損価値額は補題1で求めた通り $\frac{h(1-z)\bar{z}}{1+h(1-z)}\gamma(\bar{V} + \beta e)$ であり、これと買収者利益との比較により、冒頭に挙げた結果が得られる。

3.2 人的資本投資

次に $t=1$ での人的投資の水準について考察する。

補題4. 現経営陣によって選択される人的投資の水準 e^* は、

$$\{(1 - \pi)F(0) + \pi F(W)\}\alpha = C'(e^*) \quad (1)$$

によって記述される。

そしてこの e^* は株主構成によって異なり、

$$e^*(W_L(\gamma)) \leq e^*(W_N(\gamma)) \leq e^*(W_R(\gamma))$$

が成立する。すなわち、合理的小株主主導型の企業では人的投資意欲は最も高く、大株主主導型では最も低い。また、株主構成は固定して γ を変化させると、 $e^*(W(\gamma))$ は γ について増加的 ($\frac{de^*(W(\gamma))}{d\gamma} \geq 0$) である。

²⁵ ここでの攪乱的小株主に関する仮定は、価格が高いほど売却する者が多くなる傾向は備え、また結果的にも、大株主主導型と合理的小株主主導型の両極端をつなぐことができる。その上、分析上扱いやすい。

これらは現経営陣の利得を考えれば明らかである。現経営陣は、支配権を継続できるときのみ、人的資本蓄積によるレント ae を得られる。その確率は $(1-\pi)F(0)+\pi F(W)$ である。現経営陣は $\{(1-\pi)F(0)+\pi F(W)\}ae$ と人的資本投資のコスト $C(e)$ との比較考量によって人的投資水準を決めることになる。最大化の1階条件から第1の結果を導く²⁶。なお、この人的投資水準は、一般には社会的最適と一致しない。現経営陣は自らのレント ae （とその確率）しか考慮しないが、人的資本は企業価値も高める（ βe の項がある）からである。

補題3で見たように、株主構成が異なれば企業買収の成立状況も異なる。たとえば合理的な小株主主導型の企業では、買収者はわずかしき買収利益を得られないから、買収確率は低まる。これは人的投資水準にも影響を及ぼす。買収確率が低ければ、レントを得られる状況が多いということだから、人的投資意欲は高まる。さらに、株主構成は固定して γ を上げると、これも買収確率を低めるから、人的投資意欲を高める。これらは全て(1)式から、数式的にも確認できる。

3.3 新株予約権の設定

ここでは、事前の($t=0$ での)現経営陣と株主の総利得を最大化する新株予約権(買収防衛策)の設定を考える。これは現経営陣・株主利益の観点から妥当な防衛策の強度を明らかにする。

3.3.1 株主構成と新株予約権の妥当性

次を主張する。

命題1. 新株予約権による企業買収防衛策の妥当性は株主構成によって異なり、大株主主導型企業では強力な防衛策が認められるが、合理的な小株主主導型では、強力なものは正当化できない。相対的に弱い防衛策が妥当である。一定以上の攪乱的小株主存在型は、その両者の間に位置する。

形式的には、それぞれの最適ディスカウント率を、 γ_L^* (大株主主導型)、 γ_N^* (一定以上の攪乱的小株主存在型)、 γ_R^* (合理的な小株主主導型)として、

$$\gamma_L^* \geq \gamma_N^* \geq \gamma_R^* .$$

直観的には次の通りである。大株主主導型では、買収者は安価に支配権獲得可能だから、最大限に利益を得る。一方で株主は買収によってあまり利益を得られない。この場合は、第1に防衛効果が弱く、第2に企業買収を逃すことのコストも小さいから、強い防衛策が正当化される。これに対して合理的な小株主主導型では、買収者は企業買収を通じてほとんど利益を得られず、株主が大きな利益を得るので、逆の結果になる。一定以上の攪乱的小株主存在型では、両者の中間である。

²⁶ 2階条件も満たされる。現経営陣の利益が e について線形であるから、 C についての仮定がこれを保証する。

確認しよう。ここでは株主の ($t=0$ における期待) 利得を微分して、最大化条件を求める。まず現経営陣・株主の総利得は、大株主主導型企業の場合、

$$\begin{aligned} & \bar{V} + \{(1-\pi)F(\underline{W}_D) + \pi F(\underline{W}_L)\}ae^*(\underline{W}_L(\gamma)) - C(e^*(\underline{W}_L(\gamma))) + \beta e^*(\underline{W}_L(\gamma)) \\ & + \int_0^{\underline{W}_L(\gamma)} \{(1-\pi)\frac{1}{2}w + \pi ae^*(\underline{W}_L(\gamma))\}f(w)dw + \int_{\underline{W}_L(\gamma)}^{\infty} \frac{1}{2}wf(w)dw \\ & + \pi\{1 - F(\underline{W}_L)\}\frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)}\gamma\{\bar{V} + \beta e^*(\underline{W}_L(\gamma))\} \end{aligned}$$

と書ける。企業買収が成立する場合、しない場合を、消却の有無に注意しながら列挙すればよい。なお最後の項は、消却が行われずに買収が行われたときに、買収者の既取得株式からの収奪利益を表す。これより最大化の1階条件は、

$$\begin{aligned} & [\{(1-\pi)F(\underline{W}_D) + \pi F(\underline{W})\}a - C'(e^*(\underline{W}(\gamma)))]\frac{de^*(\underline{W}(\gamma))}{d\gamma} \\ & + \beta\frac{de^*(\underline{W}(\gamma))}{d\gamma} + \{(-\pi)\frac{1}{2}\underline{W}(\gamma) + \pi ae^*(\underline{W}(\gamma))\}f(\underline{W}_L(\gamma)) \\ & - \pi f(\underline{W}(\gamma))\frac{d\underline{W}(\gamma)}{d\gamma} - \frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)}\gamma\{\bar{V} + \beta e^*(\underline{W}(\gamma))\} \\ & + \pi\{1 - F(\underline{W}(\gamma))\}\frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)}\{\bar{V} + \beta e^*(\underline{W}(\gamma))\} \\ & + \pi\{1 - F(\underline{W}(\gamma))\}\frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)}\gamma\beta\frac{e^*(\underline{W}(\gamma))}{d\gamma} = 0 \end{aligned}$$

と書けるが、(1) 式 (人的投資の意思決定を表した) を考慮すると第1項目はゼロであり、結局、

$$\begin{aligned} & \beta\frac{de^*(\underline{W}_L(\gamma))}{d\gamma} + \{(-\pi)\frac{1}{2}\underline{W}_L(\gamma) + \pi ae^*(\underline{W}_L(\gamma))\}f(\underline{W}_L(\gamma)) \\ & - \pi f(\underline{W}_L(\gamma))\frac{d\underline{W}_L(\gamma)}{d\gamma} - \frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)}\gamma\{\bar{V} + \beta e^*(\underline{W}_L(\gamma))\} \\ & + \pi\{1 - F(\underline{W}_L(\gamma))\}\frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)}\{\bar{V} + \beta e^*(\underline{W}_L(\gamma))\} \\ & + \pi\{1 - F(\underline{W}_L(\gamma))\}\frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)}\gamma\beta\frac{e^*(\underline{W}_L(\gamma))}{d\gamma} = 0, \end{aligned} \tag{2}$$

と書ける。なお、この条件式は直観的に理解できる。一般に γ を上げ、防衛強度を高めることは、次の4つの影響を生ずる。

1. **人的資本効果**：現経営陣による人的投資意欲を高める。それによって企業価値の上昇 ($+\beta e$) がみられる。プラスの効果である²⁷。

²⁷ 同時に現経営陣のレントの水準 ae を高めるが、これは均衡において、人的資本のコスト $C(e)$ と相殺される。(これを表したのが(1)式。)

2. **レント保護 (の直接効果)** : $ae > W_\tau$ の状況では、事前の意味では支配権は移転されるべきでない。現経営陣のレント ae を奪って、それを下回る企業価値の向上しか見られないからである。 γ を上げ、企業買収の閾値 \underline{W} が高まれば、この点の改善効果が見込まれる。プラスの効果。
3. **企業買収を逃す** : 企業買収の閾値が高まれば、企業価値を大きく改善させる買収も逃しかねない。 $W_\tau > ae$ の状況では、このことはコストである。マイナスの効果。
4. **買収者からの収奪** : 株主がディスカウントされた価格で新株を購入することにより、買収者の既取得株式の価値は下がる。社会全体としてみれば買収者から株主への価値の移転に過ぎないが、株主利益の観点からすれば明らかな利益である。この効果である。 γ を高めると収奪の金額は大きくなるが、一方で企業買収が行われにくくなり、収奪できる状況が減少する。プラス・マイナス両方の効果から成る。

(2)式は、以上4つの効果を表している。第1の効果は第1項目、第2が第2項目後半、第3が第2項目前半で、第4が第3項目以降である。

同様に、他の株主構成の場合も導ける。一定以上の攪乱的株主存在型の場合、1階条件は、

$$\begin{aligned}
& \beta \frac{de^*(\underline{W}_N(\gamma))}{d\gamma} + \{(-\pi)P^*(\underline{W}_N(\gamma)) + \pi ae^*(\underline{W}_N(\gamma))\}f(\underline{W}_N(\gamma)) \\
& - \pi f(\underline{W}_N(\gamma)) \frac{d\underline{W}_N(\gamma)}{d\gamma} \frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)} \gamma \{\bar{V} + \beta e^*(\underline{W}_N(\gamma))\} \\
& + \pi \{1 - F(\underline{W}_N(\gamma))\} \frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)} \{\bar{V} + \beta e^*(\underline{W}_N(\gamma))\} \\
& + \pi \{1 - F(\underline{W}_N(\gamma))\} \frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)} \gamma \beta \frac{e^*(\underline{W}_N(\gamma))}{d\gamma} = 0,
\end{aligned} \tag{3}$$

合理的株主主導型の場合、

$$\begin{aligned}
& \beta \frac{de^*(\underline{W}_R(\gamma))}{d\gamma} + \{(-\pi) \frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)} \underline{W}_R(\gamma) + \pi ae^*(\underline{W}_R(\gamma))\}f(\underline{W}_R(\gamma)) \\
& - \pi f(\underline{W}_R(\gamma)) \frac{d\underline{W}_R(\gamma)}{d\gamma} \frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)} \gamma \{\bar{V} + \beta e^*(\underline{W}_R(\gamma))\} \\
& + \pi \{1 - F(\underline{W}_R(\gamma))\} \frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)} \{\bar{V} + \beta e^*(\underline{W}_R(\gamma))\} \\
& + \pi \{1 - F(\underline{W}_R(\gamma))\} \frac{h(1-z)z}{1+h(1-z)} \gamma \beta \frac{e^*(\underline{W}_R(\gamma))}{d\gamma} = 0,
\end{aligned} \tag{4}$$

である。

次に、最適設定に関する先の結果(命題1)を導く。まず、最適な企業買収の閾値(\underline{W}^* で表す)を考察する。仮に(2)式から(4)式の $\underline{W}(\gamma)$ を同一の \underline{W}^* におくと、実は相違があるのは、第2項目の(防衛を強め、買収を逃すこと)の限界コストのみである。限界コストは、合理的株主主導型で最も高く、次いで一定以上の攪乱的株主存在型、大株主主導型では最も低い。このことから、

$$\underline{W}_L^* \geq \underline{W}_N^* \geq \underline{W}_R^* \tag{5}$$

が示唆される。

一方補題3から、同一の γ の水準に対して、

$$\underline{W}_L(\gamma) \leq \underline{W}_N(\gamma) \leq \underline{W}_R(\gamma),$$

が成立していたので、(5)式を成り立たせるためには γ_R^* は γ_N^* や γ_L^* よりも小さくしなければならない(さもなくば \underline{W}_R^* が他を上回ってしまう)、 γ_N^* と γ_L^* についても同様のことがいえる。結局、合理的小株主主導型の企業では、妥当なディスカウント率は最も低くあらねばならない。

3.3.2 その他の比較静学

企業買収防衛策の妥当性を決めるその他の要因を検討する。

命題2. $\alpha=0$ の状況では、 γ は、買収者からの収奪と過剰防衛によって買収を逃すことのコストのバランスで決めるべきである。一方 α が大きい状況では、レント保護の効果が高まるので、 γ をやや高めてもよい。

$\alpha=0$ のケースは、既に人的投資が終わっている場合の分析である。つまり、人的投資のインセンティブ問題がない状況でどうなるかを示したものである。この場合は防衛を強固にする便益が買収者からの収奪以外に存在しないので、概ね γ は低くあるべきである。

証明は、 $\alpha=0$ の場合は、 $e(\gamma)$ が常に0であることを考慮すれば明らかである。また後者についても明らかだろう。紙幅の関係で、これ以上は立ち入らない。

命題3. $\underline{W}(\gamma) < ae^*(\gamma)$ が満たされる範囲の防衛策は、買収者からの(期待)収奪を低めない限り、妥当である。

この場合、企業買収を逃す限界コストはなく、1階条件式の第2項目全体はプラスである。期待収奪を低めないならば、この範囲で防衛策を高めてよい。つまり、企業買収の閾値がレントの範囲内に収まっている(と推測される)限り、概ね防衛策は認めてよい。ただし、偶然にせよ ae の水準を測定できることが前提である。

命題4. $\pi=0$ 、すなわちエラーが全く生じない状況では、理論的には、 γ はいかなる値でもよい。

これは、序章で述べた注意点の第1点目、消却エラーがない場合にはそもそも防衛策は正当化できないことを確認した命題である。消却エラーがなければ、防衛策はあってもなくても全く同じである。積極的評価は論理的に不可能である。

4 ディスカッション

新株予約権におけるトリガー水準や割当株数は、ディスカウント率同様、企業が任意に決定できる。前節の分析ではこれを外生的に扱ってきたが、内生化したときに、結論はどのような影響を受けるだろうか。

容易に分かるのは次のことである。たとえばトリガー水準を高めたときには、買収者からの収奪は大きくなる。このとき防衛強度を以前と同じに保つためには、 γ^* を小さくすべきである。また割当株数についても同様の議論ができる。

しかし、これは単に、ディスカウント率 γ のもつ防衛効果を代替しているだけである。何か新たな機能の存在を指摘できないだろうか？

ここで、買収者の主要な買付相手を変えさせる機能を指摘したい。トリガー水準や割当株数の設定は、「レジーム・シフト」を引き起こす可能性がある。すなわち、トリガー水準を下げる（あるいは割当株数を大きくとる）ことにより、買収者を、大株主のみからの買付では支配権獲得不可能におちいらせることができるかもしれない。このときには買収者は、企業買収価格を高くして、小株主にも売却してもらえるように図らねばならないのである。これらのレジーム・シフトによって株主利益は高めうる。

5 結論

人的投資のインセンティブを考えると防衛策は株主のためでもある、との主張は正しいだろうか。本稿はこの問題に答えるために、買収防衛策の妥当性を判断する枠組みを構築した。主な結果として、防衛策の妥当性を判定する際には、当該企業の株主構成を見ることが重要であることを導いた。また、その導出過程で、防衛策の設定は、4つの効果—人的資本効果、経営者レントへの直接効果、過剰防衛により企業買収を逃すコスト、買収者からの収奪への影響—のバランスに照らすべきことを明らかにした。

大株主主導型の企業においては比較的強めの防衛策が正当化される。この場合、企業買収からの利益の配分が買収者に大きく株主は相対的にわずかであるので、第1に防衛効果が弱く、第2に企業買収を逃すことのコストも小さいから、強い防衛策が正当化される。対して合理的小株主主導型では、これは正当化されない。買収者は企業買収を通じてほとんど利益を得ず、株主が大きな利益を得るので、逆の結果になるのである。一定以上の攪乱的小株主存在型では、両者の中間である。

現実の防衛策はどうだろうか。合理的小株主主導型—わが国の上場大企業の多くはこのケースである—の企業では、防衛策の効果を弱くする工夫がなされているだろうか。厳密な解答は後続の実証研究を俟ちたいが、もし、弱くする工夫がなされていないとするなら、人的投資の問題は防衛策導入の「方便」にすぎないことになる。防衛策導入の正当化に、「人的投資の促進」を持ち出すのは正しくない。

参考文献

- [1] Bagnoli, M., and Lipman, B. L. (1988). "Successful Takeovers without Exclusion." *Review of Financial Studies*. 1-1. 89-110.
- [2] Bebchuk, L. A. (1994). "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control." *Quarterly Journal of Economics*. 109. 957-993.
- [3] Bebchuk, L. A. (2003). "Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements." Harvard Law and Economics Discussion Paper. No. 420
- [4] Bebchuk, L. A., and Hart, O. (2001). "Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control." Harvard John M. Olin Discussion Paper. No. 336.
- [5] Bergström, C., Högfeldt, P., and Molin, J. (1997). "The Optimality of the Mandatory Bid Rule." *Journal of Law, Economics, and Organization*. 13-2. 433-451.
- [6] Bhagat, S., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1990). "Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization." *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*
- [7] Burkart, M., Gromb, D., and Panunzi, F. (1998). "Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders." *Journal of Political Economy*. 106-1. 172-204.
- [8] Carney, W. J., and Silverstein, L. A. (2003). "The Illusory Protections of the Poison Pill." *Notre Dame Law Review*. 78-4.
- [9] Daines, R., and Klausner, M. (2001). "Do IPO Charters Maximize Firm Value?: Antitakeover Protection in IPOs." *Journal of Law, Economics, and Organization*. 17. 83-120.
- [10] Grossman, S. J., and Hart, O. (1980). "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation." *Bell Journal of Economics*. 11. 42-64.
- [11] Iijima, H., and Ieda, T. (2007). "Asymmetric Information and the Desirable Rule on the Acquisition of Corporate Control." *Studies in Applied Economics*. 1. 157-177.
- [12] Kahan, M. (1993). "Sales of Corporate Control." *Journal of Law, Economics, and Organization*. 9-2. 368-379.
- [13] Kobayashi, M. (2007). "Ownership Structure, Shareholder Intervention, and Success in Takeovers." *Japan and the World Economy*. 19. 425-440.
- [14] Molin, J. (1996). "Optimal Deterrence and Inducement of Takeovers: an Analysis of Poison Pills and Dilution." Stockholm School of Economics Working Paper.
- [15] Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1986). "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy*. 94-3. 461-488.
- [16] 飯島裕胤 (2008) 「ステークホルダーの利益保護に対する現経営陣と買収者の行動の差異」応用経済学研究 2. 1-17.
- [17] 森田果 (2003) 「企業買収防衛策をめぐる理論状況 [上] [下]」商事法務第1662号13-19、第1664号29-34.
- [18] 武井一浩 (2004) 「企業買収防衛戦略の必要性和正当性」武井一浩、太田洋、中山龍太郎編『企業買収防衛戦略』1-29.
- [19] 田中亘 (2006) 「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」武井一浩、中山龍太郎編『企業買収防衛戦略Ⅱ』243-310.