

3-1 取引コストの経済学にもとづいた理論的根拠

これによると「市場によってこそ最も効率的に財の分配ができるという市場万能論からみると、企業グループ形成の動機の1つである他の会社を支配して商品を継続的に供給させる仕組みは非効率となる。なぜなら支配企業はの場合、市場を通じてより有利な契約を締結する(最も有利なものを複数のオファーのなかから選択する)機会を自ら放棄していることになる。しかし取引コストの経済学に立脚すると、他の会社を支配して商品を継続的に供給させる仕組みはむしろ効率的である」。

すなわち市場取引を実現するためには、①情報収集コスト、②契約の作成コスト、③契約のモニタリングやエンフォースメントコスト等の多額の取引コストがかかる。この取引コストを軽減するには、市場を通じた取引でなく親子型企业グループを形成し、他の企業を支配下において継続的に影響を与えるという方法が有効となる。

また市場を通じた取引では企業は他の企業に支配的影響力を及ぼしうる法的地位を獲得できない。なぜなら契約の成立が双方の合意を前提とする以上、当事者は必ずしも自己の要求を貫徹できるわけではないからである⁸⁾。

3-2 自動車製造・販売の事業分野にあてはめた取引コスト理論の分析

高橋(英)(2007)はこの取引コストの概念を自動車製造・販売の事業分野をあてはめて考え、組み立てメーカーと部品メーカーが親子型企业グループを形成する要因を明らかにしている。すなわち自動車組み立てメーカーにとってさまざまなモデルに対応し在庫コストを軽減するため、継続的な取引関係を結び、かつジャスト・イン・タイムな供給を受け、かつ高度の品質管理ができる部品メーカーを市場で見つけ出すのは容易でない。そして市場において相応しい取引相手を見つけ出すためには取引先の技術力や信頼性についての情報獲得コストや、もし取引相手と契約を締結しても相手との取引継続を強制することはできないことによる支配コストが発生する。また組み立てメーカーは高品質な部品供給を受けるため部品メーカーに技術供与を行うことが多いが、これらの投資が充分回収されないうちに契約が終了し(サックコストの発生)、契約の継続が拒否された場合組み立てメーカーはホールドアップに陥り損失を被ることになる(現実には組み立てメーカーと部品メーカーとの力関係から、逆に部品メーカーが同じメカニズムで損失を被るケースが多い可能性もある)。

このため現実の経済活動のなかには、他の企業に対し継続的に影響を与える必要が出てくることがある。企業グループ内で複数の企業が親会社の傘下のもと一体になって生産活動を行うと、企業間の生産技術・ノウハウが相互に影響し全体としての生産能力を高める(シナ

8) 高橋(英), (2007), 47-48ページ(内容を一部修正している)。

ジー効果) ことができる。また設備投資にあたりそれぞれの企業が役割に応じて割り振られることにより重複投資の弊害を排除することができ、投資の集中による規模の経済を果たすことが可能になる⁹⁾。

ここで上記シナジー(範囲の経済)について、ミルグロム・ロバーツ(2006)によると「企業が個別製品の市場ではその事業規模が規模の経済性を享受するには小さすぎる場合でも、異なる製品をそれぞれに使用される製品を共通化することで規模の経済を享受できるかもしれない」としている。この例としてミルグロム・ロバーツはカシオをあげ、電卓・腕時計・電子手帳等の製品に使われる液晶ディスプレイの生産で規模の経済を享受できるとしている¹⁰⁾。同様に上記組み立てメーカーと部品メーカーの関係においても、例えば異なった車種間でエンジンやシャーシーを共通化することにより規模の経済を追求することは一般的なことになっている。

3-3 不完備契約の理論からの説明

このことは不完備契約の理論からも説明が可能である。この不完備契約の理論では「現実の社会では契約は完備であることはなく、不断に見直され、再交渉の対象となる」ことが前提になっている¹¹⁾。より具体的には契約当事者が「すべての利害調整場面を想定してその処理につきすべてを事前に契約に書ききることには限界があり、契約が記述できない場合には効率的な資源配分が実現できないが、法や組織によりこれを改善する余地がある」¹²⁾という。仮に完備契約が成立したとしても、それをエンフォースする際に裁判所が契約条項を正しく解釈し、適切に執行してくれるという保証はないことさえある。一方、契約が不完備(これが通常のケース)な場合には取引コストが多額にのぼる。

図3-1は部品購入市場における完備もしくは不完備契約のものと部品供給コストの変化をみたものである。

図3-1により部品購入市場における供給コストの変化をみしてみる。需要曲線D1は完備契約(取引コストがかからない)を表している。しかし実際には契約は不完備なためその補完のため取引コストが発生するとすれば部品需要曲線は上方(D2)にシフトする(①の通り価格は上昇し供給量は増加する)。これに対し親子型企业グループを形成し、他の企業を支配下において継続的に影響を与えることにより取引コストを軽減することができれば②のように下方にシフトするはずであり、価格は下降し(部品供給量は減少)部品調達は効率的に

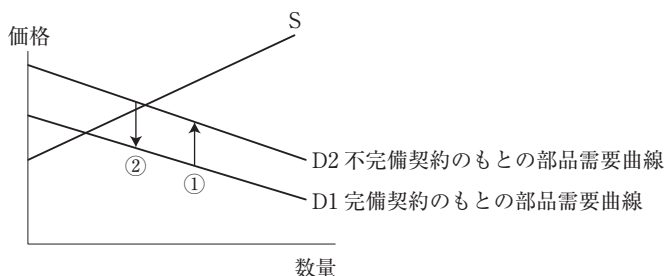
9) 高橋, 前掲書, 49ページ(内容を一部修正している)。

10) ミルグロム・ロバーツ(2006), 114ページ。

11) ハート(2010), 30ページ。

12) 福井(2007), 158-159ページ。

図 3-1 部品購入市場と供給コスト



(出所) 福井2007, 159ページをもとに修正して作成。

なる。つまり企業グループ形成が契約の不完備を代替し、または補うことによって低廉な価格の部品供給を受けるための契約が書かれる。これがコスト負担の削減をもたらすことになる。

4. 企業グループ内親子合併と完全子会社化に係る法的ルールと 経済的機能の視点からみた両者の比較

もし他の企業に対して継続的に影響を与える必要があるならば企業は他社を吸収合併すればよい、という考え方が出てくる。それでは企業の多くはなぜ吸収合併という方法をとらず子会社を傘下に置く方策を選ぶのだろうか（なおここでは企業グループ内での合併に限定して取り上げる。大企業同士の対等合併は現在でも行われており、例えば2012年10月1日に発足した「新日鉄住金」はその典型例であるがここでは議論の対象としない）。

4-1 企業買収の動機に関する理論のレビュー

ここで企業買収による価値の創造がどのような理由からなるのかにつき、葉（2011）が提示する2つの仮説につき考えてみる。

効率向上仮説は合併によるシナジー（営業・業務上、財務的、多角化についてのシナジー）を目的とするとし、その効果として効率的な経営手法の導入、製品やマーケティングによる相互補完、規模の経済、対立する利益を一致させることによる独占力の強化、を挙げている。

エントレンチメント仮説は、エージェンシー問題からくる経営者と株主の利害の不一致から起こる経営者の利己的な行動を起因とする。すなわち企業規模の拡大は経営者の社会的地位や名声、野心、報酬の欲求を満たすためにフリーキャッシュフローを必ずしも企業のためにならない買収活動の資金に使う傾向がある¹³⁾。

この企業グループ内での合併につきエントレンチメント仮説は棄却されるのではないかと

思われる。すなわち経営者と株主間の情報の非対称性による両者の利害の不一致は親会社の子会社を支配するグループ内では起こりえず経営者の利己的な行動は通常考えにくい。但し現在の経営者の得意領域への多角化を図ることにより、エントレンチメントを通じて経営者にベネフィットを与えることはありえる¹⁴⁾。

この効率向上仮説にもとづく合併によるシナジー追求がグループ内吸収合併の動機と思われるが、それに付随する問題点につき検討することにした。

吸収合併の場合、通常消滅会社の株主に対し株式交換もしくは現金交付がなされる。これにより子会社の少数株主が締め出され、親会社による企業グループ運営の自由度が増すことや費用の節減等による効率性の向上が実現するかもしれない。しかしその公正な分配の問題がおこる。すなわち合併にともなうシナジー効果によってもたらされる果実は吸収会社の株主にのみ帰属し、被吸収子会社の少数株主はその効果にありつけない¹⁵⁾。さらに吸収合併に当たり株式買取り価格となるべき株式の公正な価格は、合併によるシナジーが反映された価格となるべきである（なぜなら支配株主は、シナジー効果を見込んでプレミアムを上乗せした価格で取得しようとするのが一般的であるからである）。またその株式買取請求権が行使される場合、裁判所がシナジーを反映した「公正な価格」につき適切な判断をするという保証はない。

4-2 合併を実現するための法的手続きの問題

そこで吸収合併（買収）の効果としては、吸収合併された会社は吸収する側の会社の一事業部門となり経済的にも法律的にも両社は一体となるが、合併を実現するためには具体的には次の通りの法的手続きが必要になる¹⁶⁾。

- (1) 独占禁止法上、事前に合併に関する計画を公取委に届け出の必要があり、届出受理日から30日以内は原則として合併できない。
- (2) 会社法上当事者会社は「吸収合併契約書」を作成し、それぞれの株主に対し事前に開示のうえ一定のルールのもと株主総会での承認を受ける必要がある。
- (3) それぞれの会社において、合併に反対した株主の株式を公正な価格で買い取る義務を負う。
- (4) 合併は会社全部を取得する必要がある（株式の一部を取得しても意味がない）。もし他企業を支配することのみを目標とするなら、吸収合併は支配株式の取得よりも費用が

13) 葉（2011），2-5ページ。

14) 矢部，前掲書，29ページ。

15) 高橋（英），前掲書，49-50ページ。

16) 高橋（英），前掲書，50ページ。

かかることになる。つまり資本の節約ができない。

さらに吸収される側の会社は合併によって法的独立性を失う。もともとわが国の企業グループにおける親子関係の特徴として子会社に大きな裁量権限を与えた分権的構造にあり、子会社として法人格を与えることが子会社の権限委譲を保証する効果を与えていたとみられていた¹⁷⁾。ところが、これまで独立していた会社が組織の一部（一事業部）となるので、被吸収会社所属員は自らのよって立つ基盤を失ったうえ人事面で冷遇されるケースが多く、インセンティブが低下する傾向がある。

一方、独立会社が親会社（もしくは純粋持株会社）の傘下に子会社としてぶら下がり親子型企業グループの一員となる場合、企業グループを形成するための手続きは下記の通りであり、合併の場合よりも簡単である¹⁸⁾。

すなわち他社の株式取得の決定は取締役会の権限に属する（株主総会の決議は必要としない）。よって会社全体を取得する必要はなく、目標とする支配の割合に応じて会社の持分を取得することができる（50%超の支配だけでなく40%超の支配であっても実質的な支配は可能となる）。これにより資本の節約が実現するが、少数株主がそのデメリットを認識していても投資する投資家がいる限り、資金調達面で懸念は生じない。

4-3 子会社が独立の法人格を維持することによるベネフィット

まず株主の有限責任原則により、親会社は子会社の債務に責任を負わないことが原則になっている。そのため親会社は成功の確実性が不詳な（もしくはそのリスクが高いことが予想される）事業を始めるとき、子会社の設立によって失敗のリスクを回避することができる。また親会社はグループの内部市場を利用して、子会社の経営合理化を促しコストの削減を徹底できる。

さらにグループ内での親子会社間取引が必ずなされるとは限らず、条件次第では親会社との取引から締め出されることもありうる。したがって子会社はグループ外取引を迫られることが多くあり、これにより市場の競争の圧力を受けることによって自律性を求められる。そして親会社とは別の決算がなされるとともに、独自の会社組織が維持され親会社の利益とは法的に区別された利益を最大化する動機づけがなされる¹⁹⁾。

17) 宍戸（2010）、4ページ。

18) 高橋（英）、前掲書、51ページ。

19) 高橋（英）、前掲書、51ページ。

4-4 企業の海外進出にともなう企業グループ形成

企業のグローバル化は国内市場の縮小にともなう海外市場への依存度の高まり，円高による競争力減退打破のための海外進出等々の理由から避けて通れない企業戦略となっている。事実，日本企業の売上高の海外依存度は高まっている（例えば TDK 及び日産の2012年3月期海外売上比率は各々86%，53%に達している）。その推進に当たり企業は各国の法規制・商慣行やそれぞれの国が定める手続きに従って会社を設立し，国際的な資本形態を組成する必要がある。つまり多国籍展開は各国で法人化した会社（現地法人）をもとに実現が可能になる。この複数の国にまたがる事業を統一的に運営するには本社の企画部や海外事業部のような司令塔としての総括部門がそれぞれの国情・制度を理解したうえ，ヒト・モノ・カネの最適資源配分をしなければならない。このことからおのずから親会社のもと各国にまたがる企業グループが形成されることになり，その運営の巧拙は企業の興廢にフルに影響を与える。

4-5 米国における企業グループ内での合併に係る分析

このテーマにおいて株主価値の見地から分析したのが Slovin・Sushka（1997）でありこれは1970年から1993年に実施された親子合併105件を対象に合併アナウンス時の株価の反応につき分析し，① 親会社ともに株価はプラスの反応をしていること，② 親子合併後事業の売却等リストラが活発に行われていること，③ 合併による少数株主の排除によるリストラの推進を織り込んで株価にプラスの影響を与えている，と論じ，(1) 親子合併は親会社が子会社の支配をしていることから，利害不一致を前提とする交渉ではなくかつ企業支配の構造に変化をもたらさない。この合併はその主体の親会社株主や被合併子会社の少数株主に価値向上をもたらす。そして親子会社の合併後の企業価値は別々の企業価値を合計したものを上回る。(2) 親子合併による子会社少数株主の排除により，合併後の会社はそうでなかったときと比べて投資活動の活発化及びリストラの推進により企業活動の柔軟性と企業価値の向上をもたらすとする。

特に親会社が（上場）子会社の企業活動を再構成しようとするとき，少数株主保護の法的規制があるがゆえ利害の不一致や自己取引の訴追を受けかねない。それゆえ少数株主の排除が可能な親子合併は，（それぞれの事業が同一の企業で行われるため）企業リストラを容易にして高価値分野への資源の再配置を促進することにより親子会社の価値を高める²⁰⁾。

20) Slovin & Sushka (1997), pp. 256-278.