

支配従属会社間取引

太 田 亘*

要 約

ある会社（支配会社）が，別の会社（従属会社）の取締役の過半数を選任することができるとき従属会社取締役は，支配会社の介入を受けて少数株主の利益を害する行動をとる可能性がある。例えば，両会社間で財の取引を行っているとき，取引価格を操作することにより従属会社から支配会社に利益を移転することができる。市場が完全完備であれば，モジリアーニ・ミラーの定理により，企業の財務政策は資源配分に影響を与えない。そのため，利益の移転があっても，その情報をすべての株主が保有しており，しかも初期保有株式を利益移転が行れない場合の価格で売却できれば，支配従属関係による問題は生じない。市場または契約の不完備性により，支配従属関係を結ぶことが適切な状況では，所得分配の問題のみならず資源配分の効率性の問題が発生し，どのような価格での取引が少数株主の保護になるのかは難しい問題となる。この場合，状況によっては，法律（裁判所）による制約が，少数株主の保護という所得分配の効果のほかに，資源配分をより効率的にするという効果も持ちうる。

．はじめに

ある会社が，別の会社の取締役の過半数を選任できるとしよう。資本多数決の原則（商法239条1項，241条1項）により，会社の株式を取得して議決権の過半数を握ると，取締役の過半数の選任が可能となる。株式所有が分散している会社や株式を持ち合っている会社の場合には，実質的に過半数以下の株式所有であっても，取締役選任が可能となろう。そして取締役の過半数を選任できるとき，ある会社は別の会社の取締役会での決議または経営に一少なくとも間接的に—影響を与えることができる。このため，取締役の過半数を選任できる会社は

「支配会社」，選任される側の会社は「従属会社」，支配会社と従属会社の関係は支配従属関係とよばれる（江頭(1995, pp.25)）。¹

従属会社の株式のすべてを，支配会社が直接的または間接的に保有していない場合，少数株主が存在することになる。このとき，大株主である支配会社の利益のために，従属会社の少数株主の利益が害される可能性がある。従属会社取締役は，自己の責任において，従属会社の株主である支配会社及び少数株主の利益のために忠実に行動する義務がある（商法254条ノ3）が，一方でその選任権を支配会社に握られてい

* 名古屋大学経済学部

¹ 商法211条ノ2第1項は，他の会社の発行済株式数の過半数を所有している会社を「親会社」，所有されている会社を「子会社」と定義している。ここでの「支配従属関係」という用語は，親子関係をより実質的にとらえたものである。

るので、支配会社の指図の影響を受ける。そのため、取締役は、支配会社の介入を受けて少数株主の不利益となる行動をとらなければならないというジレンマに陥る可能性がある。取締役が支配会社の指図に従って従属会社少数株主の利益を害することに対し、どのような対処をしたらよいであろうか。「親会社の事実上の影響力が従属会社の不利益に行使された場合の子会社、特にその少数株主の利益をいかに保護するか」という問題は、商法上の難問（川浜(1998, pp. 101)）」であるといわれている。

例えば、支配従属会社間で取引関係がある場合、取引価格を操作することにより従属会社から支配会社に利益を移転することができる。特許権・商標権等の無形資産の取引は、市場がほとんどなくその対価が曖昧であるので、利益移転の手段としてよく用いられるといわれる。さらに、従属会社から支配会社に利益の移転があり、従属会社が倒産した場合には、少数株主が害されるとともに、債権者も損害を受けることになる。このような利益の移転は、支配従属会社間のみならず、支配会社を同じくする従属会社（兄弟会社）間でも起りうる。

取引ばかりでなく、投資によっても少数株主の利益が害される可能性がある。例えば支配会社が従属会社に特定投資の実行を強要したり、逆に工場を閉鎖するなど投資を禁止する不利益指図をして、従属会社に損害を与える可能性がある。また、業務分野や事業機会・営業地域の配分に、支配会社が介入しうる。特に、事業目的は定款で定められるが、その定款は資本多数決で定められるので、その支配会社が決定権をもっている。そのため、従属会社を不利な分野での事業展開に制約し、支配会社が有利な分野で利益をあげることが起りうる。内部資金よりも外部資金のコストが高いという pecking order theory が成立する状況では、支配会社の指図で従属会社が配当を払い出すことに

より、従属会社の成長機会が奪われるという可能性もある。

このような問題において、どこまでが支配会社の経営判断であり、どの範囲において法が介入して少数株主の保護を行えばよいのであろうか。例えば、株式を購入すると従属会社少数株主になることを知っていた者は、将来の支配会社の介入の可能性を考慮しても株価に比べて株式保有の価値が高いために、あえて少数株主になったのかもしれない。株式購入後に支配会社が実際に介入した場合、この予想された介入は「不当」であるといえるだろうか。またこのような少数株主を保護する必要があるだろうか。

ここでの一つの問題は、支配会社が従属会社の少数株主を害するような指図を取締役に与える可能性にある。支配会社が従属会社の経営に介入するのはどのような状況においてであろうか。この問題に答えるには、どのような要因により支配従属関係が形成されるのか、しかも従属会社で少数株主が存在するのは、どのような場合であるかを検討する必要がある。支配従属関係の形成は、経済学的には「企業の境界」がどのような要因により決定されているのか、という問題に関係する。例えば、より適切な実物投資を実行するために、支配従属関係が形成されているのかもしれない。それをふまえて、従属会社に少数株主が存在し、それら株主が害される状況を類型化することで、予防策や事後的解決をスムーズにするための立法についての考察が可能となろう（川浜(1998, pp.105)）。

本論では、特に支配従属会社間での利益の移転が、部品や製品の取引にともなって行われる場合を扱う。²ここでの問題は、従属会社に「不公正」な条件で取引が行なわれ、従属会社に損害が生じ、ひいては従属会社の少数株主が害されることがないかにある。取引が「公正」であるかを判断するために「独立当事者間取引」基準が考えられているが、これについて若干の考

² この他、事業分野の選択などの投資の問題や、「連結納税申告制度」が導入された場合に、節税額を支配従属会社間でどのように配分するかという問題もある。

察を行う。

以下では、まず現行法上の規制と独立当事者間取引基準について説明する。次いで、モジリアーニ・ミラーの定理の適用範囲において、支配従属関係は企業価値に影響を与えないとともに、利益移転がある場合でも適切な価格で株式が売買できれば資源配分は変化しないことを示す。その上で、支配従属関係があるとき、利益移転のインセンティブがどこにあるかについての一例を、株式のエージェンシー費用の観点から説明する。最後に、所有権アプローチにより支配従属関係を考えると、独立当事者間取引基準といってもいろいろな解釈がありうることを説明する。ここでの単純な設定のもとでは、取引されている製品が特殊なものであっても、市場で取引されている一般的な製品の価格により取引すると、効率的な資源配分が達成される。つまり、適切な独立当事者間取引基準は、少数株主の保護という所得分配の効果のほかに、資源配分の効率性を高める効果もある。

本節の最後に、支配従属関係が形成される方法についてまとめておこう。これには、既存会社の株式取得が行われる場合と、100%子会社の株式の一部を公開する場合とがある。既存会

社の株式を取得するための実際の方法としては、(1)公開買付けにより株式を購入する³、(2)株主（少数の大株主）から譲渡を受ける、(3)支配会社となる会社を新株引受人とする第三者割当増資を行う⁴、などの方法がある。100%子会社の株式の一部を公開するには、(1)従属会社が第三者割当増資や公募増資をする、(2)支配会社が従属会社の株式の一部を売却する（特定の第三者に対してばかりでなく、上場や店頭公開する場合を含む）⁵、(3)支配会社がその株主に対する利益配当として現金でなく従属会社の株式を交付する、⁶といった方法がある。支配従属関係の解消としては、従属会社が支配会社に合併される、営業譲渡して解散する、倒産して清算するなどがある。これら支配従属関係の形成や解消というステータスの変化については、本論では扱わない。⁷

³ 証券取引法の規制により、証券取引所または店頭市場を通じない株式取得により取得後の持株割合が1/3を超えるものは、公開買付けによらなければならない。公開買付けにおいて、応募株券総数が買付予定株数を超える場合には、公開買付者は按分比例により買付けをしなければならない。このとき、特定株主からのみの買付けができない。欧州では、支配株式を取得する場合には、残りの株式の買取り義務を規定している場合がある（前田（1984））。

⁴ 定款で株式の譲渡に取締役会の承認が必要であると定めてある株式会社（非公開会社の多くがそうであるといわれている（江頭（1995，pp. 221注6）））の場合には、株主総会の特別決議がない限り株主の新株引受権を排除できない（商法280条ノ5ノ2）という制約がある。

⁵ 東京証券取引所の上場基準では、新既上場のために、大株主上位10名および特別利害関係者が所有する株式の総数が上場の時までに上場株式数の70%以下でなければならない、支配会社は東京証券取引所の上場会社でなければならない、さらに申請会社の発行済株式総数の20%以上を実質的に保有する会社が存在する場合には、企業グループ内での事業の競合、取引比率、取締役の兼任などについて、追加的要件を満たさなければならない（丸山（1990））。

⁶ 会社が利益配当や実質上の減資にともなう株式消却の対価として株主に交付できるのは金銭のみであり、子会社株式などの現物を交付することができかどうかは明確ではない（江頭（1998，pp.208））。

⁷ ここでの問題は有限会社についても生じるが、本論では株式会社について議論する。有限会社では、「株式」が「持分」となる。現行法上の規制として、株式会社と有限会社に必ずしも同様の規制がある訳ではない。例えば、商法294条ノ2について同様の規定は有限会社法にはない。この点について、江頭（1995，pp. 33，注2）を参照のこと。

・現行法上の規制と独立当事者間取引基準

支配従属会社間取引について、現行法上、従属会社少数株主の保護に関する明示的な規定はなく、一般原則として、以下のようなものがある。

(1) まず従属会社取締役には、忠実義務違反による損害賠償責任がある。商法254条ノ3が取締役の忠実義務を、商法266条が取締役の会社に対する責任を規定しており、従属会社の取締役が従属会社自体の利益に反する取引を行った場合には、取締役が会社に対する損害賠償責任を負うことになる。支配会社の指図にもとづき取引がなされ、従属会社に損害が発生した場合であっても、従属会社取締役は指図を理由に免責されない(大隅(1971))。

(2) 支配会社には、従属会社株主としてその権利行使に関して受けた利益の返還義務がある。商法294条ノ2が株主の権利行使に関する利益供与について規定しており、従属会社の株主である支配会社が、取締役の任免権という株主の権利行使を背景に不当な利益を得た場合には、支配会社は従属会社にその利益を返還すべき義務を負う、と解することができる。⁸ 但し、この規定は本来総会屋に対する利益供与の禁止を目的としたものである。

(3) 「大会社の監査報告書に関する規則」(昭和57年法務省令26号)第7条は、競業取引等についての監査に関する記載について、従属会社が大会社である場合、支配会社との「通例的でない取引」について、その監査役は監査報告書に監査の方法を記載するとともに、取締役に義務違反があれば格別に記載する必要があると規定している。

ここでは、支配従属会社間取引において、どのような取引が利益供与や「通例的でない取

引」、「不公正」な取引にあたるのかは明らかではなく、「...規定の適用については困難な解釈問題があり、立法論的課題も多い...」(江頭(1995, PP.34))といわれている。

「公正」な取引であるための基準として、「独立当事者間取引」基準とよばれるものが考えられている。これは、「会社の独立した(independent)受託者(fiduciary)による、相手方との間に一定の距離を置いた取引(at arm's length bargain)であっても、そのような取引がなされるであろうか」というものである(江頭(1995, PP.37))。

具体的には(1)独立価格比準法、(2)再販売価格基準法、(3)原価基準法、(4)利益配分法の4つがある。(江頭(1995, pp.47)参照)。

ある取引について、取引形態に継続性など特殊な事情がなく、しかも参照すべき「市場価格」があれば、その取引価格を参考にすることができる。例えば、穀物・非鉄金属など商品取引所等に上場されている商品については、市場価格があるといえるだろう。しかし、継続的取引や大口取引を行っていたり、特殊な製品で「市場」がない場合には、「再販売価格基準法」「原価基準法」「利益配分法」により取引価格を決め、利益配分を行うことになる。これら基準、特に「独立価格比準法」は、支配会社と従属会社との取引は、支配従属関係がない独立会社間での取引と同様の条件で行われることを要請するものである。

問題は、どのような取引を独立当事者間取引と考えるかにある。(1)支配従属関係がない会社間での類似の取引の実例を探して、それと同様な条件で取引すればよいのか。その場合に、財の品質、販売地域、資本関係、取引の継続性な

⁸ これに関して、大和(1982, 1984)江頭(1995, pp. 33, 注2)を参照。

どの差異を考慮する必要があるだろうか。(2)支配従属関係がない会社間での取引を想定した場合の、理論的な条件で取引すればよいか。この場合、特殊な財であれば市場に他の例が少なく、価格の算定が困難になろう。(3)支配従属関係を考慮した場合の「公正」な理論的条件で取引する場合はどうか。例えば「市場」がなく、支配従属会社間で取引を行っているということ

は、その方が取引費用が削減されるなど、何らかのメリットがあるからであろう。そのような取引を行っているメリットを考察し、それを考慮した価格を適正なものとする方法がありうるであろう。(4)従属会社が支配会社以外と取引する場合の取引条件と比べて、同じかより望ましい条件はどうか。以上、どれを独立当事者間取引であると考えるかにより異なる結果が生ずる。

・完全完備な資本市場の場合

モジリアーニ・ミラーの定理により、企業の財務政策は企業価値に影響を与えず、支配従属関係（より一般的には株式持合）があってもなくても資源配分は同一である。以下では、定理をDeMarzo（1988）に従って説明し、その上で利益の移転について考察しよう。

3.1 モジリアーニ・ミラーの定理

第0期と第1期の2期間モデルを考えよう。第0期において第1期の状態は不確定であり、第1期に起こりうる状態の集合を $\{1, \dots, S\}$ で表す。また、投資家を $k \in \{1, \dots, K\}$ 、企業を $n \in \{1, \dots, N\}$ で表す。消費財は1種類であるとし、これをニューメレールとする。各主体は第0期のはじめに証券（株式）の売買を行う。投資家は第0期の消費量 $c_0 \in R$ と第1期の消費量 $c_1 = (c_{11}, \dots, c_{1S}) \in R^S$ からの効用 $u^k(c_0, c_1)$ を最大化しており、企業は第0期における企業価値を最大化していると仮定する。

簡単化のために、各企業の生産は所与であると仮定する。企業は、株式発行により資金調達を行い、利益を配当として株主に支払うとともに、別の企業の株式を購入することができる。証券 n を企業 n の株式とし、企業の第0期の利益 $y_0^n \in R$ （負であれば投資額となる）、第1期の利益を $y_1^n \in R^S$ とし、第0期における企業価値

（配当支払前価格）を q^n とする。企業全体の利益を $y_0 = (y_0^n) \in R^N$ 、 $y_1 = (y_1^n) \in R^{N \times S}$ 、 $q = (q^n) \in R^N$ と表そう。企業 n にとっての企業 m の株式の保有シェアを β_m^n とし、ポートフォリオ $\beta^n = (\beta_1^n, \dots, \beta_N^n) \in R^N$ を企業 n の財務政策とよぶ、各企業は、企業価値が最大となるように財務政策を行うと仮定しよう。企業 n の第0期の配当を $d_0^n \in R$ 、第1期の配当を $d_1^n \in R^S$ とする。さらに、企業全体の配当を $d_0 = (d_0^n)$ および $d_1 = (d_1^n) \in R^{N \times S}$ 、財務政策を第 n 成分が β_m^n である行列 $\beta = (\beta_m^n) \in R^{N \times N}$ により表そう。このとき企業 n の配当は、 $d_0^n = y_0^n - \beta^n q + \beta^n d_0$ 、 $d_1^n = y_1^n + \beta^n d_1$ となる。企業全体では、 $d_0 = y_0 - \beta q + \beta d_0$ 、 $d_1 = y_1 + \beta d_1$ である。第1期の状態価格を $\phi \in R^S$ とすると、企業 n の価値は $q^n = d_0^n + d_1^n \phi$ であり、企業全体では $q = d_0 + d_1 \phi$ となる。このような状態価格 ϕ が存在することは、裁定機会がないための必要十分条件である。¹⁰

投資家 k のポートフォリオを $\theta^k = (\theta_1^k, \dots, \theta_N^k) \in R^N$ とする。また $s^k = (s_1^k, \dots, s_N^k) \in R^N$ を投資家 k の初期保有ポートフォリオ、 e_0^k 名を消費財の初期保有量とする。ここでは $1 = (1, \dots, 1) \in R^N$ に対して $\sum_{k=1}^K s^k = 1$ と基準化する。¹¹投資家 k の効用最大化問題は、

¹⁰ これについて、例えばダフィー（1998）を参照のこと。

$$\max_{\{c_0, \theta\}} u^k(c_0, c_1) \\ \text{s.t. } c_0 = e_0^k + s^k q + \theta(d_0 - q), \quad c_1 = \theta d_1$$

である。企業の財務政策が β の場合の投資家 k にとっての最適ポートフォリオを θ_β^k としよう。 $0 \equiv (0) \quad R^{N \times N}$ とすると、企業が他社の株式を保有しない場合は、 $\beta = 0$ のときである。 $\beta = 0$ に対応する投資家 k の最適ポートフォリオを特に θ_0^k と表す。

証券市場の需給均衡条件は、

$$\sum_{k=1}^K \theta_0^k + \sum_{n=1}^N \beta^n = \sum_{k=1}^K s^k$$

である。特に $\beta = 0$ のときは、 $\sum_{k=1}^K \theta_0^k = \sum_{k=1}^K s^k = 1$ である。均衡は、各投資家が効用最大化をしており、各企業が企業価値最大化をしており、かつそこで選ばれるポートフォリオの需給が均等化している状態である。

ここでは、 $I \quad R^{N \times N}$ を単位行列として、 β が $\text{rank}(I - \beta) = N$ という条件を満たすとき、 $\beta = 0$ の財務政策を行わない均衡における価格および資源配分は、 $\beta \neq 0$ においても均衡として達成される。特に β に対して $\theta_\beta^k = \theta_0^k (I - \beta)$ が投資家 k にとっての最適ポートフォリオとなり、また企業価値は財務政策 β により変わらない (DeMarzo (1988))。以上の性質を、企業価値、投資家の予算制約、均衡条件の順にみていこう。

まず、企業が財務政策を行う場合と行わない場合の企業価値について、 $\beta = 0$ で法人株主がいない場合、配当は $d_0 = y_0$ 、 $d_1 = y_1$ である。これより企業価値は、

$$q = y_0 + y_1 \phi$$

となる。一方、 $\beta \neq 0$ かつ $\text{rank}(I - \beta) = N$ で

あるとき、 $(I - \beta)^{-1}$ が存在するから、企業の配当は、 $d_0 = (I - \beta)^{-1}(y_0 - \beta q)$ および $d_1 = (I - \beta)^{-1}y_1$ である。これより企業価値は、

$$q = d_0 + d_1 \phi = (I - \beta)^{-1}(y_0 - \beta q) \\ + (I - \beta)^{-1}y_1 \phi = y_0 + y_1 \phi$$

となり、企業の財務政策 β により企業価値は不変である。つまり、企業には財務政策を行うインセンティブはない。

次に投資家 k の予算制約を考えよう。 $\beta = 0$ のときのポートフォリオを $\bar{\theta}$ としよう。 $\beta \neq 0$ のときのポートフォリオ $\theta = 0 = \bar{\theta} (I - \beta)$ とすると、

$$c_0 = e_0^k + s^k q + \theta(d_0 - q) = e_0^k + s^k q \\ - \bar{\theta}(I - \beta)((I - \beta)^{-1}(y_0 - \beta q) - q) \\ = e_0^k + s^k q + \bar{\theta}(y_0 - q) \\ c_1 = \bar{\theta} d_1 = \bar{\theta}(I - \beta)(I - \beta)^{-1}y_1 = \bar{\theta} y_1$$

である。これより $\beta = 0$ のときに $\bar{\theta}$ というポートフォリオによって達成できる消費水準は、 $\text{rank}(I - \beta) = N$ となる任意の β に対して $\theta = \bar{\theta} (I - \beta)$ というポートフォリオにより達成できる。そのため $\beta = 0$ に対して θ_0^k が最適であ

れば、一般的な β に対して $\theta_\beta^k = \theta_0^k (I - \beta)$ が最適となる。ここでのポイントは $(I - \beta)^{-1}$ が存在し、企業の財務政策を個人が打ち消すことができる点にある。このとき $d_1 = (I - \beta)^{-1}y_1$ からわかるように y_1 がスパンする空間と d_1 がスパンする空間が同一となる。

$\beta \neq 0$ の場合の需給均衡条件をみてみよう。

$$\theta_\beta^k = \theta_0^k (I - \beta) \quad \text{および} \quad \sum_{k=1}^K \theta_0^k = 1 \quad \text{より、}$$

¹¹ 証券は企業の発行する株式としたが、ここでの議論は、より一般的にネットの供給量がゼロである金融商品を含めて成り立つ。例えば、 $y_0^{N+1} = 0$ 、 $y_1^{N+1} = 1$ ($\forall w \in \{1, \dots, S\}$) であるような証券 $N+1$ は負債を表す。 $\beta_{N+1}^n q^{N+1}$ が企業 n の負債調達額である。投資家 k の証券 $N+1$ の保有量を s_{N+1}^k とすると、ネットの供給量がゼロであるので、 $\sum_{k=1}^K s_{N+1}^k = 0$ となる。

$$\sum_{k=1}^K \theta_{\beta}^k = \sum_{k=1}^K \theta_0^k (I - \beta) = 1 (I - \beta) \\ = 1 - \sum_{n=1}^N \beta^n$$

である。これより $\beta = 0$ と θ_0^k のもとで需給が均衡していれば、 β と θ_{β}^k のもとでも需給は均衡している。以上より、 $\beta = 0$ のときの均衡資源配分は、 $\beta \neq 0$ でも均衡として達成されることがわかる。ここでの議論は、証券市場が完備であっても不完備であっても成り立つ。このように、企業には財務政策をおこなうインセンティブはなく、企業間の支配従属関係により均衡の資源配分は不変である。

ここでは、企業の行う投資は所与であると仮定した。しかし投資が所与でなくても、企業が市場価格と整合的な状態価格を所与にその市場価値を最大化していると仮定しても、同様の議論が成り立つ。また、企業が市場価値を最大化しているのではなく、例えば株主による多数決により投資決定を行っているケースでも、企業の財務行動により均衡は変わらない。いま投資家 k の各企業に対する決議権を $\phi^k = (\phi_1^k, \dots, \phi_N^k) \in R^N$ としよう。財務政策 β の場合の議決権を ϕ_{β}^k とする。特に $\beta = 0$ のとき ϕ_0^k と表すと、 $\phi_0^k = \theta_0^k$ である。一般には、 $\phi_{\beta}^k = \theta_{\beta}^k + \phi_{\beta}^k \beta$ であるから、

$$\phi_{\beta}^k = \theta_{\beta}^k (I - \beta)^{-1} = \theta_0^k (I - \beta) (I - \beta)^{-1} \\ = \theta_0^k = \phi_0^k$$

である。すなわち企業の財務政策により議決権のシェアは不変である。¹²

以下で数値例を示そう。 $S = 1$ とし、 $\varphi = 1$ (金利はゼロ) であるとする。企業は2社 ($N = 2$)、投資家は2人 ($k \in \{A, B\}$) とする。消費財の初期保有量は $e_0^A = e_0^B = 0$ とし、企業の利益

および投資家 k の初期保有ポートフォリオ s^k 、 $\beta = 0$ の場合の最適ポートフォリオ θ_0^k は以下のようであるとする。

$$y_0 = \begin{pmatrix} y_0^1 \\ y_0^2 \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 0 \\ 0 \end{pmatrix}, y_1 = \begin{pmatrix} y_1^1 \\ y_1^2 \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 1 \\ 2 \end{pmatrix}, \\ s_A = \theta_0^A = (1 \quad 0.5), s_B = \theta_0^B = (0 \quad 0.5)$$

企業価値は $q' = (1 \quad 2)$ である。ここで、企業1が企業2の株式の50%を保有したとしよう。

$$\beta^1 = (0 \quad 0.5), \beta^2 = (0 \quad 0) \text{ であり,}$$

$$\beta = \begin{pmatrix} 0 & 0.5 \\ 0 & 0 \end{pmatrix}$$

となる。このときの配当、企業価値、投資家の最適ポートフォリオおよび消費量 $c_{0\beta}^k, c_{1\beta}^k$ は以下のようになる。

$$d_1 = \begin{pmatrix} -1 \\ 0 \end{pmatrix}, d_2 = \begin{pmatrix} 2 \\ 2 \end{pmatrix}, q = \begin{pmatrix} 1 \\ 2 \end{pmatrix} \\ \theta_{\beta}^A = (1 \quad 0), \theta_{\beta}^B = (0 \quad 0.5) \\ c_{0\beta}^A = s^A q - 2 = 0, c_{1\beta}^A = 2, \\ c_{0\beta}^B = s^B q - 1 = 0, c_{1\beta}^B = 1$$

投資家Aのシェア50%が企業1に移り、投資家Aがそれまで企業2から受けとっていた配当を企業1からの配当の中に含めた形で受け取ることになる。財務政策により企業1の第1期の配当が1から2に増加しているが、他企業の株式を購入するため、第0期の配当が0から-1へと低下している。しかし、企業価値は不変であり、投資家の消費量も不変である。

3.2 利益移転

第1期において企業間での利益移転がある

¹² ここでの議論は、多期間で消費財が複数ある場合にも、合理的期待均衡について成立する。但しこのモデルでは、企業は既存の収益パターンをもつ証券を自由に発行または購入できるが、市場が不完備な場合には既存証券の一次結合以外の証券は新たに発行できないという仮定が必要である。例えば企業によるオプションの発行や100%子会社の公開という取引は排除される必要がある。新たな証券の発行は不完備市場での均衡を変える可能性がある、しかし、すでに発効されている証券の売買について考える限り、ここでの議論が成り立つ。

ケースを考えよう。すべての投資家はどのような利益移転が行われるかを知っていると仮定する。企業にとって投資は所与であり、さらに利益移転も外生的におくと仮定しよう。つまり、企業が何らかのインセンティブをもって利益移転を行っているのではない状況を考える。第1期における企業 n から企業 m への利益移転の比率を r_{nm} とし、第 n m 成分を r_{nm} とする行列 $r = (r_{km})$ $R^{N \times N}$ により利益移転を表そう。各状態における企業全体での配当は、利益移転があってもなくても同じであるから、 $1r = 1$ を満たす。もし利益移転がないのであれば、 $r = 1$ となる。利益移転後の財務政策 $\beta = 0$ での利益を $y_{1r} = ry_1$ とする。より一般的な財務政策 β での第0期の配当を d_{0r} 、第1期の配当を d_{1r} とする。利益移転 r と財務政策 β の下での第0期での配当支払前の企業価値を q_r とする。以下では、 $\text{rank}(I - \beta) = N$ および $\text{rank}(r) = N$ となる β, r を考察の対象とする。

このとき、各期における配当と企業価値は、

$$\begin{aligned} d_{0r} &= y_0 - \beta q_r + \beta d_{0r} \\ &= (I - \beta)^{-1} (y_0 - \beta q_r), \\ d_{1r} &= y_{1r} + \beta d_{1r} - (I - \beta)^{-1} r y_1 \\ q_r &= d_{0r} + d_{1r} \phi = y_0 + y_{1r} \phi = y_0 + r y_1 \phi \end{aligned}$$

となる。企業価値はキャッシュフローの現在価値であるので、移転後の配当についての評価になる。

利益移転がある場合の、投資家 k の予算制約はどのようになっているだろうか。 $\beta = 0$ および $r = I$ でのポートフォリオ $\bar{\theta}$ に対して、 $\theta = \bar{\theta} r^{-1} (I - \beta)$ を考えよう。初期賦存での株式の評価額を $\hat{q}$ とすると、 $c_0 = s^k \hat{q} + \theta (d_{0r} - q_r)$ および $c_1 = \theta d_{1r}$ より、

$$\begin{aligned} c_0 &= s^k \hat{q} + \bar{\theta} r^{-1} (I - \beta) (d_{0r} - q_r) \\ &= s^k \hat{q} + \bar{\theta} y_1 \phi = s^k \hat{q} + \bar{\theta} (y_0 - q) \\ c_1 &= \bar{\theta} r^{-1} (I - \beta) (I - \beta)^{-1} r y_1 = \bar{\theta} y_1 \end{aligned}$$

である。これより、もし $\hat{q} = q_r$ と評価するので

あれば、 $\beta = 0$ および $r = I$ においてポートフォリオ $\bar{\theta}$ により実行可能な消費パターンを、 β および r の場合に $\theta = \bar{\theta} r^{-1} (I - \beta)$ というポートフォリオにより実行可能である。

企業が財務政策 β と利益移転 r を行う場合の投資家 k の最適ポートフォリオを $\theta_{\beta r}^k$ とし、特に $\beta = 0 \cdot r = I$ に対応する最適ポートフォリオを θ_{0I}^k としよう。ここで $\theta_{0r}^k = \theta_{0I}^k r^{-1} (I - \beta)$ の場合の需給均衡は、 $1 r^{-1} = 1$ および $\sum_{k=1}^K \theta_{0r}^k = 1$ より、

$$\sum_{k=1}^K \theta_{\beta r}^k + \sum_{n=1}^K \beta^n = 1$$

となり、 $\beta = 0 \cdot r = I$ のときに需給が均衡していれば、財務政策と利益移転のあるケース $\beta \neq 0 \cdot r \neq I$ でも均衡均衡している。

以上より、将来（第1期）において利益移転をすることがわかっている場合、利益移転をしない場合の価格で初期保有株式の売却ができれば、利益移転がない場合の均衡が、利益移転がある場合でも均衡として達成される。利益移転が読み込まれているとき、証券市場における取引は利益移転後の価格 q_r で行われる。そのため、そこで生じる価格差 $\Delta q = q_I - q_r$ を各投資家に補償する制度、例えば初期保有ポートフォリオを市場で売却することにより $s^k q_r$ の収入を実現し、さらに市場外で $s^k \Delta q$ の所得移転を行う制度があれば、 $r = I$ で達成される均衡資源配分が $r \neq I$ でも均衡として達成される。つまり、投資が所与のもと、企業の財務政策および利益移転があっても、利益移転が初期保有に与える影響を中立化する制度があれば、投資家が市場で証券売買をすることで財務政策および利益移転の効果を打ち消すことができる。子会社から親会社に将来利益移転が行われることがわかっているとき、子会社株式の初期保有量がゼロである投資家は、利益移転を読み込んだ価格でポートフォリオを組めば損失を被らない。しかし、すでに子会社株式を保有しているもとで利益移転が行われるのであれば、そこから生じる損失（株式の評価損）を補填してもらう必

要がある。

以上は、投資が所与で $\text{rank}(I - \beta) = N$ かつ $\text{rank}(r) = N$ であるとき、企業が何らかのインセンティブをもって利益移転を行っていても成り立つ。市場が完備であれば、フィッシャーの分離定理により、投資の問題と消費の問題を分離でき、消費の問題を考えると投資を所与と考えることができる。そのため、利益移転に対する所得移転がなされれば、利益移転がない場合の資源配分が均衡として達成される。しかし、不完備市場の下で企業が実物投資と財務政策および子会社からの利益移転を決定できるとき、企業の目的によっては、どのような利益移転ができるかが実物投資に影響を与える可能性が生じる。例えば、株主の投票によって企業の行う実物投資が決定される状況を考えよう。 β および r に対する投資家 k の議決権を $\phi_{\beta r}^k$ とすると、 $\phi_{\beta r}^k = \theta_{\beta r}^k + \phi_{\beta r}^k \beta$ より、

$$\phi_{\beta r}^k = \theta_{\beta r}^k (I - \beta)^{-1} = \theta_{0I}^k r^{-1}$$

である。財務政策のみで利益移転がない $r = I$ のケースでは、財務政策を中立化するポートフォリオは議決権の配分を変えない。しかし、利益移転を中立化するようなポートフォリオを組むと、議決権の配分が利益移転がない場合とは同一にはならない。逆に投資家が議決権を同一に保とうとすると、配当において損失を破る場合がありうる。

前節の数値例において、さらに利益移転が行われるケースをみてみよう。例えば、企業2から企業1にすべての利益が移転される場合、すなわち、

$$r = \begin{pmatrix} 1 & 1 \\ 0 & 0 \end{pmatrix}$$

のとき、 r の逆行列は存在せず、投資家はこのような利益移転をポートフォリオの組み替えによって中立化できない。 r が、

$$r = \begin{pmatrix} 1 & 0.5 \\ 0 & 0.5 \end{pmatrix}$$

は、企業1が企業2を子会社化し、その上で第1期において企業2の利益の半分を企業1に移転するケースである。このとき、

$$y_{1r} = \begin{pmatrix} 2 \\ 1 \end{pmatrix}, d_{1r} = \begin{pmatrix} -0.5 \\ 0 \end{pmatrix} \\ d_{1r} = \begin{pmatrix} 2.5 \\ 1 \end{pmatrix}, q_r = \begin{pmatrix} 2 \\ 1 \end{pmatrix}$$

である。投資家が β に対してはポートフォリオを変えが、 r に対して変えない $\theta_{\beta}^k = \theta_0^k (I - \beta)$ のとき、

$$\theta_{\beta}^A = (1 \ 0), \theta_{\beta}^B = (0 \ 0.5), \\ c_{0\beta}^A = s^A \hat{q} - 2.5, c_{1\beta}^A = 2.5, c_{0\beta}^B = s^B \hat{q} - 0.5, \\ c_{1\beta}^B = 0.5$$

である。株価を $\hat{q} = q_r$ で評価すると、

$$c_{0\beta}^A = 0, c_{1\beta}^A = 2.5, c_{0\beta}^B = 0, \\ c_{1\beta}^B = 0.5$$

となり投資家 B は損失を被る。株価を $\hat{q} = q_I$ で評価しても、

$$c_{0\beta}^A = -0.5, c_{1\beta}^A = 2.5, c_{0\beta}^B = 0.5, \\ c_{1\beta}^B = 0.5$$

であり、利益移転がない場合の資源配分とは異なる。

投資家が、利益移転に対してポートフォリオを $\theta_{\beta r}^k = \theta_0^k r^{-1} (I - \beta)$ と組み替えるとき、消費量を $c_{0\beta r}^k, c_{1\beta r}^k$ とすると、

$$\theta_{\beta r}^A = (1 \ -0.5), \theta_{\beta r}^B = (0 \ 1), \\ \phi_{\beta r}^A = (1 \ 0), \phi_{\beta r}^B = (0 \ 1) \\ c_{0\beta r}^A = s^A \hat{q} - 2, c_{1\beta r}^A = 2, \\ c_{0\beta r}^B = s^B \hat{q} - 1, c_{1\beta r}^B = 1$$

である。投資家Bは企業2の議決権をすべて取得することになる。 $\hat{q}=q_r$ のときには、

$$c_{0\beta r}^A=0.5, c_{1\beta r}^A=2, \\ c_{0\beta r}^B=-0.5, c_{1\beta r}^B=1$$

であり、投資家Bの効用は低下する。 $\hat{q}=q_l$ のときには、 $r=I$ の場合と同一の資源配分が達成される。このためには、 $\Delta q' = (-1 \ 1)$ に対して $s^A \Delta q = -0.5$ および $s^B \Delta q = 0.5$ の所得移転を行えばよい。一つの方法は、投資家Bが企業2の親会社企業1に自己が保有していた企業2の株式を利益移転前の価格で買いとってもらうことである。

3.3 考察

利益移転があっても、それを打ち消すような所得移転が行われるのであれば、投資家が適切なポートフォリオを組むことで資源配分は変わらない。買収など支配従属関係が形成され、将来支配会社に利益が移転されることが予想されるとき、従属会社の株式を、支配会社を買収および利益移転を行わない場合の価格で買い取れば、従属会社の既存株主は保護される。¹³市場が完全完備であれば、支配従属会社間取引による問題は分配の問題であり、効率性の問題は生じない。

現行法上、親会社との合併や親会社への重要な営業譲渡を行う場合、株主総会の決議が必要である（商法408条、245条）が、反対をした少数株主は、会社に決議がなかりせば其の有すべかりし公正なる価格を以て買い取るように請求できる（商法408条ノ3、245条ノ2）。このような所得移転が行われるのは、合併または営業譲渡が行われる場合であり、一般的な支配従属会社間取引による利益移転に対する所得移転は行われない。従属会社少数株主が所得再配分に

おいて不利になるのが望ましいという理由がないのであれば、利益移転を防止するか、または少数株主の株式買取り請求権など利益移転に対して所得移転が可能となる制度が必要であろう。

但し、株式の売買および所得移転により利益移転の効果を中立化できるのは、会社がどのような利益移転を行ったかおよび将来行うかを、すべての投資家が知っている場合である。ここでの設定において、第0期に将来の利益移転 r を確定することが難しいのであれば、投資家が害されるケースが生じる。そのため、情報の公開および利益移転の防止が必要である。

また、利益移転中立化のためのポートフォリオの組み替えができるかどうかは、株式売買の容易さ依存する。公開会社（上場会社・店頭登録会社など株式が市場取引されている会社）であるか非公開会社であるかにより、株式の売買の容易さは異なる。非公開会社であって、株主が支配会社や従属会社の株式の売買を容易にできないのであれば、会社の行なう利益移転を中立化することができない。¹⁴このようなケースで、所得移転のための株価の算定も困難であろう。空売り制約や取引費用などがある場合も、市場取引を完全に行うことができない。このような理由からも利益移転を防ぐ必要がある。

以上のような理由により、利益移転を防ぐというのが、従属会社株主にとって重要であると考えられる。しかし、利益移転そのものを防ぐことは難しいであろう。支配従属会社間取引がある場合、利益移転は取引価格を操作するなど不明瞭な方法で行われる。もし、取引されている財に完全競争市場があるのであれば、取引価格をその市場での価格とすればよい。しかし、そうではない場合には、何が利益移転で何が「通例的」な取引であるかは必ずしも明らかではないという問題がある。

¹³ 何らかの投資の効率性のために支配従属関係が築かれるケースが考えられる。例えば、業績が悪化した企業を子会社化して救済するという場合である。もし支配従属関係によって実行する実物投資が変わるのであれば、ここでの議論は必ずしも成り立たない。ここでの議論は、投資が所与の場合であることに注意が必要である。

¹⁴ 子会社の株式公開の実態について、例えば神戸（1998）を参照のこと。

・株式分散の問題

資金調達を負債により行い株式の分散保有を防ぐことにより、オーナー経営者の経営努力のインセンティブが高くなると考えられる。経営努力のコストをオーナー経営者が支払うが、株式による資金調達を行っている場合には、その便益が少数株主を含めすべての株主に行き渡り、オーナー経営者が便益を独占することはできない。つまり、オーナー経営者はコストを負担しながら便益をすべて得られないため、経営努力のインセンティブが低下してしまう。これは、株式のエージェンシー費用（agency cost of equity）とよばれる（Jensen and Meckling（1976））。負債による資金調達を行い、株式保有が分散されない場合には、便益が少数株主に流れるということはないので、経営努力のインセンティブが高くなる。支配会社と従属会社取締役の間でエージェンシー問題が発生していないのであれば、従属会社は支配会社をオーナー経営者とする会社と考えることができ、同様の問題に直面することになる。このとき、従属会社に少数株主がいない方が、株式のエージェンシー費用が低くなる。

以下では数値例により支配会社のインセンティブをみてみよう。支配会社はその100%株

式を握る従属会社の資産として現在100の資産を用意しているが、事業拡大のために追加資金100が必要であり、それを株式か負債により調達しなければならないとしよう。株式により調達した場合には、支配会社のシェアは半分になる。金利はゼロと仮定する。事業は支配会社が従属会社をサポートすれば300のキャッシュフローをもたらすが、サポートすることにより支配会社は金銭的に評価して40のコストを支払うものとしよう。この金銭的成本は立証ができないため、従属会社に請求できない性質のものであると仮定する。サポートしない場合には支配会社のコストはゼロであるが、手に入れることのできるキャッシュフローは240とより低いとしよう。

資金調度を株式で行った場合、サポートによりキャッシュフローが会社全体で60増加するが、支配会社のシェアが低下しているため、その利益の一部が他の株主に流出し、30のみが手元に残る。サポートのコストは40であり、便益30を上回るので、支配会社にはサポートのインセンティブがない。これに対して負債による資金調達の場合には、サポートによる利益60すべてを支配会社が享受できる。そのため、この場

表1：株式のエージェンシー費用

	負債発行		株式発行	
	サポートなし	サポートあり	サポートなし	サポートあり
キャッシュフロー	240	300	240	30
債権者への配分	100	100	0	0
株主への配分	140	200	240	30
支配会社取分	140	200	120	15
支配会社取分（ネット）	140	160	120	110

負債発行の場合には、支配会社は従属会社をサポートをするインセンティブがあるが、株式発行の場合はない。

合にはサポートのインセンティブがあることになる。

このような効果のため、特にサポートの費用が従属会社に請求できない性質のものである場合には、支配会社は少数株主を排除して負債比率を高めようとすると考えられる。⁹新規に株式発行を行う場合には、その購入者は株式のエージェンシー費用を考えて低い価格でしか株式を購入しないので、このエージェンシー費用は支

配会社が負うことになる。また株式発行の場合、オーナー経営者はその努力に対する報酬を金銭的に回収することができないので、大きな執務室や社用車など、役得によって他の株主よりも多くの利益を手にしようとするといわれる。従属会社と取引している支配会社の場合には、サポートの報酬として取引価格を自分に有利に設定するなどの方法により、利益を移転しようとするであろう。

・不完備契約

どうして企業は他企業の株式を保有し、子会社・従属会社とするのだろうか。市場が完全完備であれば、モジリアーニ・ミラーの定理により、企業の財務政策は経済の均衡に影響を与えない。では、何らかの市場の不完全性・不完備性がある場合はどうであろうか。例えば、財取引が独占市場で行われたり、他人の行動や情報が観察不可能であるなどの情報の非対称性がある場合である。¹³

ここでは、Grossman and Hart (1986)、Hart and Moore (1990) の所有権アプローチでは、支配従属関係をどのように説明するのか、その枠組みにおいて独立当事者間取引はどのように解釈できるかについて考察しよう。¹⁴所有権アプローチでは、契約の不完備性を仮定する。契約締結時において、将来おこりうるすべての状況において、取引当事者がどのような行動をとるかを予め包括的に指定できない場合、その

ような契約は不完備であるという。もし、事前に包括的な契約が作成可能であれば、取引当事者は取引の途中で当初の契約を改訂する必要はなく、予め決められた行動をとればよい。しかし、情報不足のために、契約締結時には予想できなかったことが事後的に発生した場合や、細かな契約条項を取り決めるコストが非常に高く曖昧な条項のまま契約を締結し事後的に複数の解釈が生じる場合、事後的に契約が遵守されたかを観察できなかったり裁判所に立証できない場合などは、契約が不完備であることになる。このような場合には、事後的な再交渉の可能性を考慮し、それを事前に読込んで契約を締結する必要がある。

所有権アプローチでは、物的資産の所有者が、特段の契約条項がない場合にその資産の利用をコントロールする権利である残余コントロール権 (residual rights of control) を保持し

⁹ 負債の発行により株式のエージェンシー費用が高まることを避けることができる。さらに負債は、利払いという形でキャッシュフローをはきだすというコミットになり、経営者の役得や過大投資の原資となるフリーキャッシュを減らすことができると考えられる (Jensen, (1986))。また、負債の発行により倒産の可能性が高まるが、経営者が倒産を避けようとするならば、経営者は倒産確率を下げようと経営効率を高める努力をすることになる (Grossman and Hart (1982))。

¹³ この点に関し、伊藤・林田 (1996)、Aghion and Tirole (1997) を参照のこと。

¹⁴ 所有権アプローチについて、以下では Hart (1995)、伊藤 *et al.* (1993) に従って説明する。また独立当事者間取引基準以外の方策として神戸 (1998) を参照のこと。

ていると仮定する。契約が完備であるとき、すべてが契約によりコントロールされるので、残余コントロール権は無意味なものとなる。しかし契約が不完備であるとき、物的資産の所有者は、契約により資産の利用などについて特定の制約を受けていない、または契約に明記されていない状況が生じたときには、資産の利用、他人の利用の排除、資産の形態の変化、譲渡・売却などを自由に行うことができる。また投資について、その投資の価値が予定した取引相手以外と取引するのでは価値が変化（減少）してしまう、関係特長的（relation-specific）投資とよばれる投資について考える。ここでは、企業を物的資産の所有主体であると考え、物的資産の所有がどのように配分されているかにより、関係特長的投資へのインセンティブが変化するが、投資が最も効率的になるように企業の所有する物的資産の範囲、または企業の境界が決定する。他企業の物的資産も保有するのが効率的であるときには、それを従属会社化することで、物的資産の残余コントロール権を手に入れたと考えよう。以下では、所有権アプローチについて簡単なモデルによる説明をする。

5.1 モデル

第-1, 0, 1期の3期モデルを考えよう。財の売手企業（s）と買手企業（B）がそれぞれ1社あり、企業活動に用いる資産として、売手は a_1 、買手は a_2 を保有している。第-1期に企業買収が行われ、売手または買手が他企業の株式を購入して従属会社とすると、資産の残余コントロール権を手に入れることができる。第0期に関係特長的投資を行い、第1期に1単位の財を価格 P で取引する。売買すべき財のタイプ（最も利益が高くなるタイプ） θ は第1期にないと確定しない。但し、財のタイプについて売手買手間で情報の非対称性はないとする。第1期の不確実性が解消した時点を事後、その前すなわち第0期を事前としよう。ここでは、売手または買手に資金制約はなく、必要とあらば他企業を買収により従属会社にすることができる

と仮定する。第-1期に行われる企業買収において、買手が残余コントロール権を保有している資産の集合を A_B 、売手がコントロール権を保有している資産の集合を A_s としよう。 A_B または A_s は $\{\varnothing\}$ 、 $\{a_1\}$ 、 $\{a_2\}$ 、 $\{a_1, a_2\}$ のいずれかになる。 $A_B = \{a_1, a_2\} \cdot A_s = \varnothing$ のときに、買手が支配会社、売手が従属会社になっている。逆に、 $A_s = \varnothing \cdot A_B = \{a_1, a_2\}$ のときに、売手が支配会社、買手が従属会社になっている。各期の利子率は r で一定であるとしよう。

ここでは、投資の実行前である事前の段階において、事後的な取引条件、特に価格を決めておけないという契約の不完備性があり、そのため事後に価格について再交渉を行う。これは、実際に売買すべき製品のタイプが事後にならないとわからないためである。また、資産の利用方法を特定化するような契約はコストが高いため締結できず、再交渉で合意に達しない場合には、スポット市場で一般的なタイプの製品を市場価格 $\bar{P}$ で取引しなければならないとしよう。また、再交渉が合意に達しない場合には、資産の残余コントロール権の保有者が自由にその資産を処分可能であり、また他の主体の使用を排除できると仮定する。このため、従属会社は、資産の利用に関して支配会社の意向に従わなければならない。但し、労働に関する決定は、従属会社自身の判断で自由に行うことができるとする。

第0期での買手の投資レベルを i 、その費用を $K_B(i)$ 、第1期での再交渉において価格 P での取引に合意した場合の収益を $R(i, \theta)$ とすると、事後的利益 π_B は、 $\pi_B(i, \theta; A_B) = R(i, \theta) - P$ である。後に説明するように、ここでは残余コントロール権の配分 A_B が再交渉での価格 P に影響を与えるため、利潤に保有資産 A_B が影響を与えることになる。再交渉が合意に達しない場合の収益は、残余コントロール権を保有している資産 A_B に依存して $\bar{R}(i; A_B)$ であるとする。このときスポット市場で価格 $\bar{P}$ で一般的なタイプの製品を購入することになるので、買手の利潤は $\bar{R}(i; A_B) - \bar{P}$ となる。

買手の事前の利益 U_B は, $U_B = \pi_B / (1 + \gamma) - K_B(i)$ である。

次に売手について, 第0期での売手の投資レベルを j , その費用を $K_S(j)$, 再交渉において合意した場合の費用を $C(j, \theta)$ とする。事後的利益 π_S は, $\pi_S(i, \theta; A_S) = P - C(j, \theta)$ である。再交渉が合意に達しない場合には, スポット市場に価格 $\bar{P}$ で売却することになるが, その場合の利潤は $\bar{P} - \bar{C}(i; A_S)$ であるとする。売手の事前の利益 U_S は, $U_S = \pi_S / (1 + r) - K_S(j)$ である。

事後的な取引になる利益は, 再交渉が合意に達すれば $R - C$ であり, 合意に達しなければ $\bar{R} - \bar{C}$ である。ここでは, 投資は関係特殊的であり, 合意に達してより適切な製品タイプの取引が行われた方が取引の利益が高いと仮定しよう。すなわち, 関係特殊的取引の利益 G は,

$$G \equiv (R(i, \theta) - C(j, \theta)) - (\bar{R}(i; A_B) - \bar{C}(j; A_S)) > 0 \text{ (for all } i, j, A_S, A_B)$$

であると仮定する。

ここでは, 再交渉が合意に達しない場合に, 買手・売手の利益は資産の所有分布に依存すると仮定している。これは, 資産の所有権—ここでは残余コントロール権—を保持していれば, 資産を自由に利用できるため, スポット市場での取引において有利になるような資産の利用や形態の変更が可能になるためである。そして, 再交渉が決裂した場合の利益が再交渉の結果に影響を与えることになる。予想される再交渉の結果が, 事前の関係特殊的投資に影響を与えるが, さらに関係特殊的投資の行われ方が, 所有権の配分に影響を与える。ここで, 投資のレベ

ル i, j は観察可能であるが, 第三者に対しては立証不可能であり, 事前には不完備な契約しか締結できないと仮定する。そのため, 投資 i, j の費用は, 資産の残余コントロール権の変化があったとしても移転が不可能であり, 投資の費用は買手売手それぞれが自己負担しなければならない。例えば, ここでの投資は買手企業や売手企業の従業員の人的投資や努力水準である。「どれだけ頑張ったか」についての立証はできず, 努力水準そのものに依存して報酬を決められないという状況である。¹⁵

事後的な交渉における価格が, $\alpha \in [0, 1]$ に対して,

$$P = \bar{P} + \alpha G$$

となると仮定しよう。もし事後的な交渉がナッシュ交渉解になると考えるのであれば, $\alpha = 1/2$ である。¹⁶ また, $\alpha = 0$ のときに買手に最も有利な価格となり, $\alpha = 1$ のときに売手に最も有利な価格となる。このときの買手と売手の事後的な利益は,

$$\begin{aligned} \pi_B &= R - P = -\bar{P} + (1 - \alpha)R + \alpha(\bar{R} - C + \bar{C}) \\ \pi_S &= P - C = \bar{P} + \alpha(R - \bar{R} - \bar{C}) - (1 - \alpha)C \end{aligned}$$

である。ここでは, 事後的な取引はどのような資産の所有分布でも効率的である。

以下では簡単化のために次のような仮定をする。

¹⁵ 関係特殊的投資が資産の変形などの投資の場合には, 投資レベルが立証不可能であっても, 資産の所有権の移転に伴い, 少なくとも投資の便益を移転することができると考えられる。

¹⁶ 交渉主体 B, S の交渉後の利得を u_B, u_S とし, 交渉が合意に至らなかった場合の利得を s_B, s_S , 交渉が合意に至った場合の利得の合計を u とすると, ナッシュ交渉解による利得は,

$$\max_{\{u_B, u_S\}} (u_B - s_B)(u_S - s_S), \text{ s.t. } u_B + u_S \leq u, u_B \geq s_B, u_S \geq s_S$$

の解として求まる。

$$\begin{aligned} R(i, \theta) &= r_i i, \quad \bar{R}(i; \{a1, a2\}) = r_{12} i, \\ \bar{R}(i; \{a1\}) &= r_1 i, \quad \bar{R}(i; \{a2\}) = r_2 i, \\ \bar{R}(i; \phi) &= r_0 i, \\ C(j, \theta) &= -c_i j, \quad \bar{C}(j; \{a1, a2\}) = -c_{12} j, \\ \bar{C}(j; \{a1\}) &= -c_1 j, \quad \bar{C}(j; \{a2\}) = -c_2 j, \\ \bar{C}(j; \phi) &= -c_0 j, \\ K_B(i) &= i^2 / (2 k_B), \quad K_S(j) = j^2 / (2 k_S) \end{aligned}$$

この仮定の下で、 π_B および π_S はそれぞれの関係特殊投資 i, j の線形関数になる。

上のような事後的利益に対し、事前の関係特殊な投資はどのようなレベルで実行されるだろうか。資産所有 A_B の下で、買手の問題は、 $\max_{\{i\}} U_B = \pi_B(i, \theta; A_B) / (1+r) - K_B(i)$ である。 $\bar{r}(A_B) \equiv \partial \bar{R}(i; A_B) / \partial i$ とおくと、買手にとっての最適投資レベルは i^* は、

$$\begin{aligned} i^* &= \frac{k_B}{1+r} \frac{\partial \pi_B(i, \theta; A_B)}{\partial i} \\ &= \frac{k_B}{1+r} t ((1-\alpha)r + \alpha \bar{r}(A_B)) \end{aligned}$$

である。売手の問題は、 $\max_{\{j\}} U_S = \pi_S(j, \theta; A_S) / (1+r) - K_S(j)$ である。 $c(A_S) \equiv -\partial C(j; A_S) / \partial j$ とすると、売手にとっての最適投資レベル j^* は、

$$\begin{aligned} j^* &= \frac{k_S}{1+r} \frac{\partial \pi_S(j, \theta; A_S)}{\partial j} \\ &= \frac{k_S}{1+r} ((1-\alpha)c_i + \alpha c(A_S)) \end{aligned}$$

である。ここで最適投資レベルは、買手・売手ともに交渉が合意に至らなかった場合の事後的な限界利潤 $\bar{r}(A_B)$ 、 $\bar{c}(A_S)$ および「交渉力」 α に依存している。¹⁷

このとき、事前の結合利潤 $U(A_B, A_S)$ は資産の保有分布に依存し、

$$\begin{aligned} U(A_B, A_S) &= U_B + U_S = \frac{k_B}{2(1+r)^2} \\ &\quad (r_i^2 - \alpha^2 (r_i - \bar{r}(A_B))^2) + \frac{k_S}{2(1+r)^2} \\ &\quad (c_i^2 - \alpha^2 (c_i - \bar{c}(A_S))^2) \end{aligned}$$

である。変形すると、

$$\begin{aligned} &k_B (\bar{r}(A_B) - r_i)^2 + k_S (\bar{c}(A_S) - c_i)^2 \\ &= (k_B r_i^2 + k_S c_i^2 - 2(1+r)^2 U(A_B, A_S)) / \alpha^2 \end{aligned}$$

である。取引価格は、

$$\begin{aligned} G &= \frac{k_B}{1+r} (r_i - \bar{r}(A_B)) ((1-\alpha)r_i + \alpha \bar{r}(A_B)) \\ &\quad + \frac{k_S}{1+r} (c_i - \bar{c}(A_S)) ((1-\alpha)c_i + \alpha \bar{c}(A_S)) \end{aligned}$$

に対し $P = \bar{P} + \alpha G$ となる。

第 - 1 期における企業買収は結合利潤 $U(A_B, A_S)$ が最大になるように行われる。以下では、買手が $a1$ の残余コントロール権を保有し、売手が $a2$ の残余コントロール権を保有するという支配従属関係がないケースか、買手が売手を従属会社化して $a1$ および $a2$ の残余コントロール権を保有するケースのみが最適になるよう、パラメータについて次のような仮定をしよう。

$$\begin{aligned} r_i &= r_{12} > r_0 = r_2, \quad r_i \in [r_0, r_{12}], \\ c_i &> c_{12} = c_1 = c_0, \quad c_i \in [c_0, c_{12}] \end{aligned}$$

このとき、 $U(\{a1, a2\}, \phi) > U(\{a2\}, \{a1\}) = U(\phi, \{a1, a2\})$ 、 $U(\{a1\}, \{a2\}) > U(\{a2\}, \{a1\})$ となる。 $U(\{a1, a2\}, \phi)$ と $U(\{a1\}, \{a2\})$ のどちらの結合利潤が大きいかは、 r_1, c_2 のパラメータの大きさに依存し、条件:

¹⁷ 効率的な投資レベル i^{**}, j^{**} は以下の問題の解である。

$$\max_{\{i, j\}} U_B + U_S = (R(i, \theta) - C(j, \theta)) / (1+r) - (K_B(i) + K_S(j))$$

一階の条件は $R' / K'_B = -C' / K'_S = 1+r$ であり、限界変形率（投資の限界効率）が相対価格（利子率）にしくなるという条件である。具体的には、 $i^{**} = r_1 k_B / (1+r)$ および $j^{**} = c_1 k_S / (1+r)$ である。

$$d = k_0(r_1 - r_i)^2 + k_3(c_1 - c_i)^2 - k_2(c_1 - c_i)^2$$

について $d > 0$ のときに $U(\{a1, a2\}, \phi) > U(\{a1\}, \{a2\})$ となり、第 - 1 期において売手が買手を従属会社化し、 $a2$ の残余コントロール権を保有するのが望ましい。上の条件が成立していないときに、第 - 1 期に企業買収が行われず、買手・売手とも独立企業となる。

r_1 または c_2 が十分に小さい場合には、 $d > 0$ となり、資産 $a1$ か $a2$ のどちらか一方では十分な限界利益をあげられないという意味で資産は互いに補完的であることになる。このときには残余コントロール権が特定企業に集中していた方が望ましい。さらにここでの仮定により、 $c_{12} = c_0$ であり、売手に残余コントロール権が集中しても売手の限界収益は変わらず投資レベルもかわらない一方、買手に残余コントロール権が集中していると限界収益が高くなり投資レベルも高くなるので、買手が売手を従属会社とするのが効率的である。以上とは逆に、 r_1 または c_2 が十分に大きな場合には、交渉が決裂しても単独での限界収益が十分に大きく、十分な関係特殊の投資が実行されるので、支配従属関係が結ばれないことになる。

5. 2 所有権アプローチからみた独立当事者間取引基準

さらにパラメータの値を以下のように特定化しよう。

$$r = 0, r_i = r_{12} = 1, r_0 = r_2 = 0, c_i = 1, \\ c_{12} = c_1 = c_0 = 0, k_B = k_S = 1,$$

この下でのパレート効率的な資源配分は、 $i^{**} = 1, j^{**} = 1, U(A_B, A_S) = 1$ である。買手が売手を従属会社にした場合の資源配分は以下のようになる。

$$i^* = 1, j^* = 1 - \alpha, \\ U(A_B, A_S) = 1 - \alpha^2 / 2, P = \bar{P} + \alpha(1 - \alpha)$$

また支配従属関係がない場合の資源配分は、

$$i^* = 1 - \alpha(1 - r_1), j^* = 1 - \alpha(1 - c_2), \\ U(A_S, A_B) \\ = 1 - \alpha^2 \{ (1 - r_1)^2 + (1 - c_2)^2 \} / 2 \\ P = \bar{P} + \alpha \{ (1 - r_1)(1 - \alpha(1 - r_1)) \\ + (1 - c_2)(1 - \alpha(1 - c_2)) \}$$

である。特に再交渉の結果がナッシュ交渉解である $\alpha = 1/2$ の場合が、表2にまとめられている。

ここでは、支配従属関係が形成されるか否かは、 r_1, c_2 のパラメータに依存する。 $r_1 = c_2 = 1/2$ の場合、支配従属関係に入ると利潤が $U(A_B, A_S) = 7/8$ となるのに対し、入らなければ $U(A_B, A_S) = 15/18$ となるので、入らない方が選ばれ、独立した企業間で価格 $\bar{P} = P + 3/8$ の取引が行われることになる。それに対して $r_1 = c_2 = 0$ の場合、支配従属関係に入らないと利潤が $U(A_B, A_S) = 3/4$ であるので、買手が売手を従属会社とする形態が選ばれ、支配従属会社間取引の価格は $P = \bar{P} + 1/4$ となる。ここでは、契約の不完備性の下で、ホールドアップ問題による過少投資の問題を解決するために、買手が売手を従属会社としており、価格 $P = \bar{P} + 1/$

表2 数値例： $\alpha = 1/2$ の場合

(A_B, A_S)		i^*	j^*	$U(A_B, A_S)$	P
効率的		1	1	1	
結合	$(\{a1, a2\}, \phi)$	1	1/2	7/8	$\bar{P} + 1/4$
非結合	$(\{a1\}, \{a2\})$	$\frac{1+r_1}{2}$	$\frac{1+c_2}{2}$	$1 - \frac{(1-r_1)^2 + (1-c_2)^2}{8}$	$\bar{P} + \frac{2-r_1^2-c_2^2}{4}$
	$r_1 = c_2 = 1/2$	3/4	3/4	15/16	$\bar{P} + 3/8$
	$r_1 = c_2 = 0$	1/2	1/2	3/4	$\bar{P} + 1/2$

4はナッシュ交渉解から求められる効率的な価格である。

支配従属関係がむすばれる $r_1 = c_2 = 0$ の場合の取引価格 $P = \bar{P} + 1/4$ を、独立当事者間取引基準からみるとどのような評価ができるだろうか。ここで独立当事者間取引基準の候補として、少なくとも以下の4つが考えられる。(1)類似の企業で類似の財を取引しているが支配従属関係にないもの、ここでは $r_1 = c_2 = 1/2$ の企業の取引価格 $P = \bar{P} + 3/8$ を参照する、(2)当該企業が結合しなかった場合の取引価格 $P = \bar{P} + 1/2$ を参照する、(3)ホールドアップ問題を解決するという合理的理由に基づいて支配従属関係を結んでいるのであるから、そこでの価格 $P = \bar{P} + 1/4$ を尊重する、(4)当該企業が取引している財のうち一般的な財の価格 $P = \bar{P}$ を参照する、の4つである。(3)を採用すれば現状を是認することになり、(1)(2)を採用すれば取引価格が低いので、売手である従属会社の少数株主を保護するため、より高い価格で取引すべきであるということになる。(4)を採用すれば、現実の価格は独立会社間での価格よりも高く、売手である従属会社の少数株主にとっては望ましいということになる。但し、特に(3)の場合には、その検証が困難である。¹⁸

ここで事後的な取引において常に $\alpha = 0$ で買手に最も有利な価格で取引されるとき、統合されるかされないかにかかわらず最適な資源配分が達成され、取引価格は $P = \bar{P}$ となる。¹⁹ 独立当事者間取引基準として、特殊な財の取引であることを考慮した価格を適用するのではなく、一般的な財の価格を適用することで効率的な資源配分が達成される。但し、この議論は契約の不完備性という仮定に依存している。例えば完備

契約を結ぶことができるが、製品市場が完全競争的でなければ、独立当事者間取引基準により、支配従属会社の利益の総和が最大化されないという意味で、効率的な資源配分は達成されない(神戸(1998))。そのため支配従属関係を類型化し、それぞれについてどのような方法を用いることで効率性や分配の問題を緩和することができるかを考える必要がある。

所有権アプローチにおいては、他の物的資産の保有について、従属会社化するという解釈の他に、企業に内部化または吸収合併するという解釈も可能である。そのため「従属会社が支配会社の営業の一部門であると仮定した場合の公正」という基準(江頭(1995, pp. 78))がここでは意味をなさなくなってしまう。企業形態に関して子会社化するのか内部化するのかの区別をできない点は、このアプローチの欠点の一つである。また、現実には企業の株主は利益について残余請求権を保有しているが、企業経営に関しては限られた権利しか保有しておらず、むしろ経営者が残余コントロール権を保有しているかもしれない。但し、所有者と経営者が同一であればこの問題は生じない。また、このアプローチでは流動性制約がないので、そもそも少数株主の問題が生じないといった欠点がある。

¹⁸ 親会社または子会社の株主は、それぞれの会社の株主総会において、議題と関連する範囲において、企業結合の状況や支配従属会社業間の取引について、説明を求めることができる(商法237条ノ3)。但し、親会社の株主が子会社の株主総会において説明を求めることはできず、子会社の株主が親会社の株主総会において説明を求めることはできない。

¹⁹ ここで α の大きさを買手売手間の交渉力の強さと考えるのは、非常にアドホックである。より厳密な議論として、Aghion *et al.* (1994) を参照のこと。

．おわりに

支配従属会社間取引により，従属会社少数株主が不利益を受ける可能性がある。その保護のためには，支配従属関係がどのような要因によって形成されているか，さらに少数株主が存在するのはどのような状況においてであるかを探ることが重要である。それをふまえた上で，従属会社少数株主が不利益を受ける可能性のある状況を類型化し，それぞれに対策をたてる必要がある。

支配従属関係を形成しているのは，市場取引よりも内部組織または中間組織による取引が有利であるからであろう。このとき，外部から取引の実態を把握することは情報不足のために困難である可能性が高い。たとえ観察できたとしても，裁判所に提出する証拠としては不十分であろう。そのため，少数株主保護のためには，支配従属会社間取引に関する情報開示の仕組みが重要であると考えられる。

参 考 文 献

- Aghion, P., M. Dewatripont, and P. Rey (1994), "Renegotiation Design with Unverifiable Information," *Econometrica* 62, 257 - 282
- Aghion, P. and J. Tirole, (1997), " Formal and Real Authority in Organization," *Journal of Political Economy* 105, No. 1
- DeMarzo, P. M. (1988), "An Extension of the Modigliani - Miller Theorem to Stochastic Economies with Incomplete Markets and Interdependent Securities," *Journal of Economic Theory* Vol. 45, pp. 353 - 369
- Grossman, S. J. and Hart, O. (1982), "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives," In J. J. McCall (ed.), *Economics of Information and Uncertainty*, Chicago: University of Chicago Press, 107 - 140
- Grossman, S. J. and O. D. Hart (1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," *Journal of Political Economy* 94, 691 - 719
- Hart, O. (1995) *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford, Oxford University Press
- Hart, O. and J. Moore (1990), "Property Rights and the Nature of the Firm," *Journal of Political Economy* 98, 1119 - 1158
- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review* 76, 323 - 329
- Jensen, M. and W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, 305 - 360
- 伊藤秀史・林田修（1996）「企業の境界——分社と権限委譲」伊藤秀史編『日本の企業システム』東京大学出版会
- 伊藤秀史・林田修・湯本祐司（1993）「中間組織と内部組織」伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重編『日本の企業システム 第1巻 企業とは何か』有斐閣
- 江頭憲治郎（1995）『結合企業法の立法と解釈』有斐閣
- 大隅健一郎（1971）「会社の親子関係と取締役の責任」『商法の諸問題』有信堂
- 川浜昇（1998）「企業結合と法」『岩波講座現代

の法 7 企業と法』岩波書店

神戸伸輔（1998）「株主間利害対立」三輪芳朗
・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』
東京大学出版会

ダフィー，ダレル（1998）『資産価格の理論』山
崎昭・桑名陽一・大橋和彦・本多俊毅訳，創
文社（Darell Duffee, *Dynamic Asset Pricing
Theory* 1996，Princeton University Press）

大和正史（1982）「利益供与の禁止規定につい
て」関法32巻3＝4＝5号pp. 645

大和正史（1984）「結合企業間における取引行
為の規制」私法46号pp. 226

前田雅弘（1984）「支配株式の譲渡と株式売却
の機会均等（二・完）」法業115巻6号pp. 57

丸山顕義（1990）「子会社上場の考え方とその
取扱い」商事法務1229号pp. 86