

人間科学

第24巻 第2号
2007年 3月

論文

日本の中等教育課程と教育法に関する基礎的研究（第2報）

－明治期における中等教育の確立と長野県－…………… 菱田 隆昭 田中 卓也 1
皿田 琢司 佐藤 環

大学生のケータイ・メールによるコミュニケーション

－メールの利用とケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面との関連性－
…………… 石川 勝博 15

買収成立モデルに関する理論的考察 －ただ乗り問題解消の解明－

…………… 文堂 弘之 29

産学官連携プログラムに対する社会教育施設職員のソーシャル・サポート効果

…………… 金藤 ふゆ子 79

1. 常磐大学人間科学部紀要『人間科学』(HUMAN SCIENCE)は、年に一巻とし、2号に分けて発行する。
2. 本誌の寄稿資格者は、本学の専任教員および紀要編集委員会が認めた者とする。
3. 寄稿論文は学術論文として相応しい内容と形式を備えたものであり、かつ未発表のものでなければならない。
4. 本誌には論文、研究ノート、書評、学界展望などの欄を設ける。それらの内容は以下のとおりとする。
論文は理論的又は実証的な研究成果の発表をいう。
研究ノートとは研究途上にあり、研究の原案や方向性を示したものをいう。
書評は新たに発表された内外の著書・論文の紹介をいう。
学界展望は諸学界における研究動向の総合的概観をいう。
5. 原稿は所定の執筆要綱に従って作成し、紀要編集委員会に提出する。
6. 寄稿原稿は紀要編集委員会において検討し、必要な場合には、加筆、訂正、削除もしくは掲載見送りを要求することがある。
7. 一号につき一人が掲載できる論文など、原則として一編とする。
8. 初校の校正は執筆者が行う。
9. 執筆者に対して編集規程と執筆要綱を配布する。
10. 執筆者には本誌2冊と抜刷50部を贈呈し、それ以上は実費負担とする。
11. 必要に応じて、片方の号はテーマを決めて特集号とする。
12. 論文の体裁(紙質、見出し、活字など)は可能な限り統一する。
13. 紀要のサイズはB5とし、論文、研究ノート、書評、学界展望は二段組、その他は一段組で、いずれも横組とする。活字の大きさは論文、研究ノート、書評、学界展望、その他いずれも10ポイントとし、いずれも明朝体とする。
14. 上記以外の事項については、紀要編集委員会の決定に従うものとする。

1. 原稿は、手書きの場合は横書きで、A4版400字詰め原稿用紙で提出する。パソコン入力の場合にはテキストファイルのフロッピーと、横書き40字30行でA4版用紙に印刷されたものを提出する。
2. 原稿の長さは、論文は24000字(400字詰め原稿用紙換算60枚)、研究ノートは12000字(30枚)、書評は4000字(10枚)、学界展望は8000字(20枚)を基準とする。課題研究助成報告は(3.75枚)以内とする。そのほかのものについては紀要編集委員会が決定する。
3. 原稿はコピーをとり、オリジナルを紀要編集委員会に提出し、コピーは執筆者が保管する。
4. 原稿執筆にあたっては、以下の事項に従うこと。
 - (1) 原稿の1枚目には原稿の種別、題目、著者名および欧文の題目、ローマ字表記の著者名を書くこと。
 - (2) 論文には200語程度の欧文アブストラクトを付すこと。なお、アブストラクトとは別に欧文サマリーを必要とする場合は、A4版ダブルスペース3枚以内のサマリーを付すことができる。
 - (3) 書評には著者名、書名のほか出版社名、発行年、頁数を記載すること。
 - (4) 記述は簡潔、明解にし、現代かなづかい、常用漢字を使用する。
 - (5) 数字は、原則として算用数字を使用する。
 - (6) 欧文は手書きにせず、ワープロないしタイプライターを使う。
 - (7) 注および(参考)文献の表記等は、執筆者の所属する学会などの慣行に従うものとする。
 - (8) 図、表は一つにつきA4版の用紙に1枚に描き、本文に描き入れない。なお、本文には必ずその挿入箇所を指定すること。
 - (9) 図表の番号は図1.、表1.、とする。そのタイトルは、図の場合は図の下に、表の場合は表の上に記載すること。
 - (10) 図表の補足説明、出典などはそれらの下に書くこと。
 - (11) 見出しは、1、2、(章に相当)、1-1、1-2、(節に相当)、(1)、(2)の順とする。
 - (12) 人名、数字表記、用語表記は、所属学会の慣行に従う。

日本の中等教育課程と教育法に関する基礎的研究（第2報）
－明治期における中等教育の確立と長野県－

菱田隆昭、田中卓也、皿田琢司、佐藤 環

Takaaki HISHIDA, Takuya TANAKA,
Takuji SARADA, Tamaki SATO

A Systematic Analysis of the Curriculum and Teaching
Methodology of Japanese Secondary Education (Second Report) :
－ Secondary Education in Nagano Prefecture during the Meiji Period －

This paper examines the curricula of secondary schools in the middle of the Meiji period, with specific focus on Nagano Prefecture. In pre-war Japan, secondary schools were categorized into middle schools (*Chugakko*), girls' high schools (*Koto-jogakko*), and technical schools (*Jitsugyo-gakko*). Under the old education system, middle schools had a twofold purpose to train leaders for the regions and to prepare students to enter higher level schools. Middle schools in Nagano Prefecture had a curriculum for third year students - the fifth year students, which included subjects both for the occupations and for institutions of higher education. The aim of the girls' high schools was to train students to become good wives and wise mothers. Four girls' schools were founded in Nagano Prefecture in the early twentieth century. Two of these schools mainly provided general education, including English, and the other two taught a curriculum concentrating on sewing, instead of English. The difference reflected the actual circumstances of each school. The Chiisagata Sericulture School was established to improve vocational skills in sericulture and provided an applied curriculum using microscopy. Vocational education and classes using microscopes was a unique characteristic of the school and at that time, rare in Japan.

I. はじめに

富国強兵・文明開化を標榜する明治政府は、国家の近代化のために教育の力を非常に重視し、1872（明治5）年、「学制」を公布した。「学制」は、国民皆学を

企図するもので、初等教育とその教員養成を主眼とした師範学校制度の普及が緊急の課題とされた。一方で近代化推進を担う官僚や技術者の育成を目的とする高等教育制度の創設も重要な課題であった。その両者の

中間に位置する中等教育制度は、相対的に整備が遅れることになったことが指摘されている^①。

明治期の中等教育機関は、中学校（以下、「中学校」とあるのは旧制中学校を指す）・高等女学校・実業学校に分けられた。1886（明治19）年の「中学校令」により男子の中等教育機関として発足した中学校には、尋常中学校と高等中学校とがあり、前者は中等教育を完成する普通教育機関、後者は専門教育及び大学予備教育機関とされた。しかし尋常中学校は事実上、高等学校、大学予科、高等専門学校（いずれも旧制）などの上級学校への進学教育機関として、高等中学校は1894（明治27）年の「高等学校令」により「専門学科ヲ教授スル所トス、但帝国大学ニ入学スル者ノ為メ予科ヲ設クルコトヲ得」と大学予科的性格を持った高等教育機関として機能していった。女子の中等教育は「学制」にも「教育令」にもその規定がなく、1895（明治28）年の「高等女学校規程」、1899（明治32）年の「高等女学校令」によって確立されることとなる。実業学校は明治20年代後半から始まった近代産業の発展を背景に、1899（明治23）年の「実業学校令」によって整備された^②。

本研究は、「日本の中等教育課程と教育法に関する基礎的研究（第2報）」として、明治期の中学校・高等女学校・実業学校における教育課程の分析を通し、その特徴を明らかにしたい。その際、教育法令がどのように地域に具体化していくかを長野県を例としてみていくこととする。長野県は、住民の会議や県会が中学校設立に熱意を示した県であり、良質の公私文書を取載した『長野県教育史資料編』も有し^③、基礎的研究をすすめる上で適切なフィールドと考えたためである。本稿では、「中学校令」公布から明治20年代にかけての中学校、そして「高等女学校令」・「実業学校令」公布前後における高等女学校と実業学校について、それぞれの学校が制度的に確立していく実態を中心に考察することとする。

Ⅱ. 「中学校令」と尋常中学校の成立

① 明治前期の中学校と「中学校令」の制定

1872（明治5）年の学制は、学区制によって全国に8大学、256中学校をつくることとした。しかし、政府が

小学校の普及を優先したため、中学校は小学校の全科卒業生をまわって着手する傾向にあり、全国的にもその整備は遅れることになった。そこで文部省は1874（明治7）年、東京に多数あった私塾や共立私学を私立中学校として認めることにした。また同じ頃、城下町などの有力地方都市では、「変則中学」、「仮中学」といった名称の学校が、師範学校や各地の拠点小学校の校舎を借りる形で設立された。一方、府県の統廃合も一段落した1878（明治11）年には府県会規則・郡区町村編制法・地方税規則のいわゆる地方三新法が公布され、地方税の徴収方法や用途を議定する府県会が成立した。これにより府県を単位とした中学校設立の動きも目立ち始めた^④。

文部省は、このような中学校の多様な形態や教育内容に一定の基準を示して、統一的な中学校制度をつくり上げようとした。1880（明治13）年、これまでの私塾的な私立中学校を各種学校に格下げし、翌1881年には「中学校教則大綱」を公布した。中学校を初等科4年、高等科2年の計6年間として、初等科には修身・和漢文・英語・算術・代数・幾何・物理・化学・歴史・地理などの学科を設けた。さらに1884（明治17）年には「中学校通則」によって、設備や教員資格の基準が示され、その基準に満たない学校は中学校の範疇から排除されることになったのである。

1886（明治19）年、初代文部大臣森有礼は「帝国大学令」、「師範学校令」、「小学校令」とともに「中学校令」を制定した。以後学校制度に関わる法規は、法律ではなく勅令を以て学校種別ごとに制定されることになる。この「中学校令」により中学校は、「実業ニ就カント欲シ又ハ高等ノ学校ニ入ラント欲スルモノニ須要ナル教育」を行うことを目的とした^⑤。これは、「中学校教則大綱」により中学校が「中人以上ノ業務ニ就クカ為メ又ハ高等ノ学校ニ入ルカ為メニ必須ノ学科ヲ授クル」と規定されたことで生じた中学校の二重目的的性格を継承したものであった^⑥。そのため、中学校は尋常と高等の二種類となり、「地方税ノ支弁又ハ補助ニ係ル」尋常中学校は各府県1校に制限され、「区町村費ヲ以テ設置」する中学校は禁止されたのである。同時に定められた「尋常中学校ノ学科及其程度」によって、5カ年の修業年限と学科授業時数が定められた（表1）。

学科課程を中学校教則大綱と比較すると、学科目が いた体操に時数が充てられた。整理されて種類が減っている。また、課外に置かれて

表1 尋常中学校学科目及び毎週授業時数表 (明治19年)

	倫理	国語及漢文	第一外国語	若クワ農業	第二外国語	地理	歴史	数学	博物	物理	化学	習字	図画	唱歌	体操	計
第1学年	1	5	6			1	1	4	1	1	2	2	2	3	28	
第2学年	1	5	6			2	1	4			1	2	2	3	28	
第3学年	1	5	7			2	2	4	2			2		3	28	
第4学年	1	3	5	4		1	1	4			2			5	28	
第5学年	1	3	5	3			2	3	3	3			1		5	28

表中の数字は毎週授業時数。尋常中学校ノ学科及其程度 (1886年6月22日文部省令第14号) より作成。

②長野県尋常中学校の設立と学科課程

1884 (明治17) 年1月に制定された「中学校通則」により同年3月、長野県議会で県立中学校設立が議題となり、既設の4公立中学校 (郡内町村協議費による小県中学校、下伊那中学校、上水内中学校、東筑摩中学校) の内1校を本校とし、他の3校を支校とすることが可決された。同年8月、県立中学校設立の布達が出され、本校は長野町、支校は松本・上田・飯田町に設立され、翌9月に開校式が行われた⁷⁾。

しかし1886 (明治19) 年4月「中学校令」が制定されると、長野県は同年8月、県会に「本支校ヲ併セ

テ松本深志町ニ移サントス、其意見如何」との諮問を行った。県会はこれを是とし、その結果、翌9月に長野県師範学校を県庁所在地である長野町に移し、長野県尋常師範学校と称するとともに、「中学本支校ヲ併セテ松本深志町ニ移シ、長野県尋常中学校ト称ス」との告示が出された。これまで長野と松本の間で争われていた師範学校の位置を長野に定め、長野県尋常中学校を松本に置くことで、長野県における南北のバランスをはかったのであった⁸⁾。翌明治20年3月に「長野県尋常中学校規則」が公布されるとともに「学科課程表」が示された (表2)。

表2 長野県尋常中学校学科課程表 (明治20年)

	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
倫理	人倫ノ大道嘉言善行 (1)	同 (1)	同 (1)	同 (1)	同 (1)
国語及漢文	講読漢字交り文 書取漢字交り文及書牘 作文漢字交り文及書牘文 (5)	講読漢字交り文及漢文 書取前級ニ同シ 作文前級ニ同シ (5)	講読△前級ニ同シ○漢文交り文 (5) 作文△前級ニ同シ○商業往復文 (3)	△講読前級ニ同シ △作文漢字交り文 (3)	△講読漢文 △作文前級ニ同シ (2)
第一外国語	読方及訳解書取会話及綴文 (6)	読方及訳解書取会話及綴文 (6)	講読会話 作文及文法 (7)	講読会話 (5) 作文翻訳 (7)	講読会話 (5) 作文翻訳 (7)
第二外国語				△読方及訳解書取会話及綴文 (4)	△読方及訳解書取会話及綴文 (3)
農業				△耕種△畜産 (4)	△養畜園芸及樹木栽培 (3)
地理	日本地理ノ概略 (1)	亜細亜及歐羅巴ノ地理 (1)	亜米利加澳斯太刺利亜及阿非利加ノ地理地文 (2)	△日本ノ地文及政治地理 (1)	
歴史	日本歴史 (1)	万国歴史 (1)	支那歴史 (2)	△日本歴史 (1)	△万国歴史 (2)
数学	算術比例及利息算幾何初步 (4)	算術復習 代数積義ヨリ分数終迄 幾何定義公理直線形 (4)	代数一次方程式ヨリ開方終迄 幾何直線形円 (4)	代数根數式ヨリ比例終迄 (4) 幾何立体 (3)	△代数比例ヨリ対数終迄 三角法平三角法及弧三角 (3)

博物	博物示教 (1)		△生理及衛生 (2)		△動物植物 (3)
物理		物理及化学示教 (1)			力学物質論熱学音響光学 越歴学磁気学 (3)
化学				無機化学 (2)	
習字	(2)	(1)			
図画	臨画 (2)	同 (2)	幾何画法投影画法 (2)	△照鏡画法 (2)	△写生 (1)
商業			簿記 (2) 商業算術 (2)	簿記 (2) 商業算術 (2) 商品 (2) 経済 (2) 実践 (2)	簿記 (2) 商業算術 (2) 商品 (2) 経済 (2) 実践 (4)
唱歌	(2)	(2)			
体操	矯正術徒手哑鈴 (3)	哑鈴球竿木環 (3)	木環豆囊棍棒 (3)	歩兵操典生兵第一部第一章 第二章徒手柔軟体操 (5)	歩兵操典生兵第二部第一章 及中隊第一部第一章 銃柔軟体操及其復習 (5)
計	28	28	28	28	28

表中の () は毎週授業時間数。表中○を付けた学科は商業科を修める生徒のみに課す。△を付けた学科は商業科を修める生徒に課す。『長野県教育史』第11巻、753～754頁より作成。

1980年代前半における国の文教政策により、全国で町村立や私立中学校はほとんどが姿を消し、「中学校令」の公布によって府県立校も半減した。長野県でも長野本校、松本・上田・飯田支校の4校が長野県尋常中学校1校に集約され、それが県唯一の最高教育機関となった。表2をみると、長野県尋常中学校では英語と数学の授業時間が特に4・5年生で顕著に増加しており、上級学校への進学を主とする性格を持っていたことがわかる。しかし一方で、商業科を併設しているところに長野県の特徴があり、商業科生徒は3学年で4時間、4学年で10時間、5学年で12時間の商業科目が課されている。そのため、主要な学科目が均等に軽減されているのである。

1888(明治21)年、学科課程表が改正され、商業科が廃止された⁹⁾。2学年までは変更もなく、全生徒がほとんど同一課程で学習するようになり、ますます上級学校進学のための性格を強めていった。ただし、第2外国語は農業との選択が可能であり、4・5学年の正課に商業も残存している¹⁰⁾。設立当時、長野県尋常中学校は、上級学校への進学校としての性格を強めながらも、実業教育の側面を教育内容に包含していたのである。

③ 長野県尋常中学校の学科課程と三支校

尋常中学校の最長時間科目は、第1外国語(英語)であり、農業に代替できるとしながらも第2外国語(ドイツ語又はフランス語)まで課していた。このことは

高等中学校への進学を意識した学科目構成を採っていたためである。しかし、実際には尋常中学校の卒業生の多くは、高等中学校に進学したわけではなく、卒業後家業に就く者も多かった。尋常中学校の卒業生であれば郷村の指導者として十分な肩書きとなったからである¹¹⁾。

1894(明治27)年3月、「尋常中学校ノ学科及其程度」が改正された。これによって尋常中学校では「高等教育ノ予備タルノ一方ニ偏傾スルノ弊」を払拭するため「実業ニ就カント欲スルモノニ適切ナル教育ヲ施ス為ニ第四年級以上ニ於テ本科ノ外分チテ実科ヲ設クル」ことが可能となり、第2外国語を廃止し、「唱歌」と「簿記」を随意科目として加えることが許された¹²⁾。

この改正に基づき長野県では、1896(明治29)年に学科課程が定められた(表3)。長野県尋常中学校にも、地場産業に従事する生徒のための実業科として第4学年以上に農業科と商業科を設置した。明治21年4月、商業科が廃止された後も、正課に「商業」が学科目として残存していたことから、「商業」は従前とほぼ同じ内容を継承したと考えられる。

しかし、長野県尋常中学校の卒業生は、明治20年から同28年まではほとんど10人台であり、中途退学者が極めて多い実態があった¹³⁾。そこで4学年以上に設置された実業科よりも早い段階で「実業ニ就カント欲スルモノニ適切ナル教育」を行う必要が生じた。

1895(明治28)年に長野県は文部省に対し学科課程改正の伺いを提出したが、それに対して文部省から

「各科ノ授業時数ニ関シテハ斟酌ヲ加ヘラレタル廉不
 尠候ニ付テハ夫々斟酌ヲ要スルノ事由御申出可相成儀
 ニ候」との照会があった⁽¹⁴⁾。長野県は、早速「尋常中
 学校教授時数ニ斟酌ヲ要スル事由」といった回答書を送
 っている⁽¹⁵⁾。

第一項 第一年級第二年級第三年級ニ於テ博物及物
 理ノ教授時数ヲ増シタルハ従来県下生徒ノ
 状況ヲ察スルニ尋常中学科第三年級ヲ修了
 セルノミニテ退学シ郷里ニ在リテ実業ニ就
 クモノ多ク殊ニ支校生徒（支校ハ第三年級
 マテヲ教授ス）ノ如キハ其類益多カルヘキ
 ニ依リ此等生徒ノ為ニ普通ノ博物及物理ノ
 思想ヲ有セシムルハ頗ル必要ノ事ト思惟シ
 タルニ依ル

第三項 第一年級第二年級及第三年級於テ英語時数
 ヲ減シタルモ亦第一項ノ結果ニ依レリ 而

シテ之ヲ英語時数ヨリ流用セルハ畢竟此等
 外国語ノ如キハ半途退学者ニ対シテハ實際
 其効用少ナルヘシト思料スレバナリ 然
 レトモ中学全科ヲ卒リテ更ニ高等ノ学校ニ
 入学セントスル者ノ為ニハ第四年級以上ニ
 於テ其時数ヲ増シ相当ノ学力ヲ得シメンコ
 トヲ期セリ

これによると、1～3年における博物と物理の授業
 時間増及び英語の時間減という措置は、3年修了で地
 場産業に従事する者が支校の生徒に多いことによるも
 のであったことがわかる。そのため、博物や物理同様
 に「第二年級ニ於テ図画ノ時数ヲ増シタルハ…其技術
 ニ精熟シテ工業上裨益」ある、つまり実業に役立つ学
 科目を3年までに多く配し、上級学校進学に必要な英
 語などの学科を4年以上に重点配置したのである。

表3 長野県尋常中学校学科課程表（明治29年）

	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
倫理	人倫ノ大道嘉言善行 (1)	同 (1)	同 (1)	同 (1)	同 (1)
国語及 漢文	講読近世国文及漢文 書 取国文及漢文 作文普通 文 (6)	同 (6)	講読中古国文及漢文 文 法ノ大意 作文同 (6)	同 (7)	同 (7)
英語	読方訳解 書取習字及綴 字 (5)	読方訳解 書取 (5)	読方訳解 会話 書取及 文法 (6)	読方訳解 会話 作文文 法及和文英訳 (8)	読方訳解 会話 作文及 和文英訳 (8)
地理	日本地理ノ概略 (1)	外国地理 (1)	地文 (2)		
歴史	日本歴史 (2)	同 (2)	支那歴史 (2)	万国歴史 (1)	同 (2)
数学	算術四則分少数比百分 分算開方 (4)	代数加減乗除一次方程式 幾何直線及円 (4)	代数一次方程式二次方程 式 幾何円及面積 (4)	代数根数開方及級数 幾 何比例及立体 (5)	代数順列錯列三角法対数 測量大意三角法平三角 法 (5)
博物	植物 (2)	動物 (2)	鉱物 生理及衛生 (3)		
物理	物理学初歩 (1)				物理学 (3)
化学		化学初歩 (1)		無機化学 (3)	
習字	楷書 (1)	行書 (1)	草書 (1)		
図画	臨画 (2)	同 (2)	幾何画法投影画法 (1)	透視画法写生 (1)	
体操	各個教練 柔軟体操 普 通体操 (3)	同 (3)	銃銃体操 器械体操 普 通体操 (3)	小隊体操 器械体操 普 通体操 (3)	同 (3)
農業				農学通論 農場実習 養 蚕実習 (4)	同 (3)
商業				經濟 簿記 商品 (4)	商品 商業慣習 実践 (3)
計	28	28	29	29	29

() 及び計は、毎週授業時数。

商業又ハ商業科ヲ修ムル者ハ第四年級以上ノ漢文英語数学画学ヨリ一時間ツ、ヲ減シテ之ヲ授ク
 但普通科ノ生徒ニハ此時間ニ限リ他ノ教科書ヲ用フ

農業又ハ商業科ヲ修ムル生徒ニシテ英語ヲ修ムルヲ欲セサル者ニハ其時間ヲ以テ農業ノ実習商業
 ノ実践並ニ数学ノ練習ヲナサシム (『長野県教育史』11巻, 793～794頁より作成。)

1891（明治24）年、「中学校令」が改正され、府県に尋常中学校を数校設置することができるようになった。長野県では、翌年の県議会で中学校分校設置の建議書が可決されると、1893（明治26）年、本校である長野尋常中学校に加え、修学年限3年の長野支校、上田支校、飯田支校を新たに発足させ、これら支校の生徒は4学年以上を松本にある本校で学ぶことになっていた¹⁶⁾。

表4は、飯田支校の学科課程であるが¹⁷⁾、当時の本

校である長野尋常中学校のもの（表3）と比べると、3学年の外国語と数学で毎週授業時間が本校より各1時間多く、博物及び物理、図画といった学科が多く設定されている。前述のように、支校の生徒は3年修了生が多いため、「実業ニ就カント欲スルモノニ適切ナル教育」のための学科を重点配置し、本校進級希望者のために必要な外国語と数学を最低限の1時間増で対応しようとしたのであろう。

表4 長野県尋常中学校飯田支校学科目及び毎週授業時数（明治27年）

	第1年	第2年	第3年
倫理	小学幼学綱要勅語衍義（1）	同（1）	小学論語幼学綱要勅語衍義（1）
国語及漢文	国文漢文（7）	十八史略（5）	文章軌範（5）
外国語	綴字習字（5）	読本（6）	万国史文法（7）
地理	日本地理（1）	外国地理（1）	地文（2）
歴史	日本歴史（2）	同（2）	同（2）
数学	算術（4）	代数（5）	幾何（5）
博物	植物（2）	動物（2）	生理鉱物（2）
物理及化学	理化示教（1）	同（1）	
農業			
商業			
習字	千五百帖（1）	同（1）	
図画	臨画帖習画（2）	同（2）	口授幾何画法（2）
体操	普通体操歩兵操典（2）	同（2）	同（2）
計	28	28	28

表中の（ ）は毎週授業時数。『長野県飯田中学校長野県飯田高等学校校史Ⅰ』（改訂版）より作成。

④ 実業教育振興と諏訪実科中学校の設立

1894（明治27）年6月、文部省は「尋常中学校ノ学科及其程度」を具体化した「尋常中学校実科規程」を制定し、「第一年級ヨリ専ラ実科ヲ授ケル所ノ尋常中学校ヲ設」けて、「実科中学校」とした。これは井上毅文相の経済発展のための人材育成政策であるとともに、地方への中学教育普及の意図を持っていたのである。しかし、中学校を上級学校への進学予備課程とみなす当時の風潮のもとで、全国的に実科中学校は普及したとは言い難い¹⁸⁾。本規定により発足した実科中学校は、長野県の諏訪実科中学校と佐賀県唐津の町立東松浦実科中学校の2校であった。翌年、東松浦実科中学校が廃止となってしまったので、諏訪実科中学校

は全国唯一の実科中学校となったのである¹⁹⁾。

1891（明治24）年の「中学校令」改正後、長野県諏訪郡では中学予備校設置の計画がもちあがり、翌1892年、長野県知事は文部省に「郡立中学予備校」の設置について照会を行っている²⁰⁾。

諏訪郡では、「小学校ヨリ一歩進ミタル教育ヲ受ケントスル志望者多キヲ加フル」一方で、「郡外ニ出テ多クノ学資ト年所トヲ費ス能ハサルモノ亦尠カラス。又年弱志慮定マラサル子弟ヲ都会奢美ノ地ニ出スヲ厭フ父兄又多」いので、「尋常中学校ヨリ低ク高等小学校ヨリ稍々高キ学科程度」の「中学予備校」を設置したいとしている。その入学資格は、高等小学校卒業か同等の学力を有するもので、修業年限を3年、学科目

は、「修身、国語及漢文、英語、地理、歴史、数学、理科、習字、図画、体操」で、週28時間を予定している。このような「中学予備校」は設置可能であるか、と。

これに対し、翌1893年、文部省は「其修業年限ヲ減ジテニヶ年トナサシムルカ、又ハ経費ニ相当ノ増額ヲ要スル」と回答している⁽²¹⁾。

この中学予備校が設置をみないうち、1894(明治27)年に前述の「尋常中学校実科規程」が制定されると、翌年3月に県知事は諏訪実科中学校設置を文部大臣に伺い出た。同年4月、諏訪実科中学校はすぐに認可され、設立の運びとなった⁽²²⁾。設立時の学科課程は、表5の通りである。長野県尋常中学校の学科課程と比

較してみると、毎週授業時間が、1・2年生で3時間、3～5年生で4時間少なく設定されているが、その内訳は実業科の時間数は少なく、普通教科に時間数が多く課されていた。諏訪実科中学校の実業科は5年間で毎週授業時間が10時間であり、尋常中学校の2年間(3・4年生)で7時間を配したことと比しても、それほど多いとはいえない。数学は5年間で毎週授業時間が20時間で、尋常中学校より2時間少ないだけであり、国語及漢文と地理及歴史では逆に諏訪実科中学校がそれぞれ3時間多く設定されていたのである。尋常中学校と大きく異なるのは、諏訪実科中学校では英語を必修としていない点である。

表5 郡立諏訪実科中学校学科課程表(明治28年)

	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
倫理	人倫道德ノ要旨(1)	同(1)	同(1)	同(1)	同(1)
国語 漢文	国文ノ講読書取作文容易ナル漢文ノ講読(7)	同(7)	同(7)	同(7)	同(7)
歴史 地理	日本歴史 日本地理(3)	支那歴史 外国地理(3)	万国歴史 外国地理(3)	日本歴史地文(3)	日本歴史 万国歴史(4)
数学	算術比例利息算幾何初歩(4)	算術復習代数一次方程式マテ幾何定義公理直線直線形(4)	代数開方ヨリ二次方程式マテ幾何直線形円(4)	代数準二次方程式ヨリ比例マテ幾何積平面立体(4)	代数級数ヨリ対数マテ幾何立体(4)
博物 物理 化学	博物ノ示教理化示教(3)	同(3)	生理衛生(3)	物理上ノ緊要ナル現象及定律(3)	化学上ノ現象緊要ナル元素及化合物(4)
習字	楷(1)	行(1)	草(1)		
図画	臨画(1)	同(1)	臨画用器画(1)	用器画(2)	
農業	耕種及蚕業ニ関スル事項(2)	同(2)	同(2)	同(2)	同(2)
体操	普通体操兵式体操(3)	同(3)	同(3)	同(3)	同(3)
計	25	25	25	25	25
英語	読方講読書取習字(5)	同(5)	読方会話作文文法(5)	同(5)	講読会話作文翻訳(5)

『長野県教育史』11巻、819～820頁より作成。

1899(明治32)年9月、知事は諏訪実科中学校の卒業生が、他の公立中学校卒業生と同等の資格を有するかどうかについて、文部省に伺いをたてている。県は、「他ノ公立中学校ト同一ノ取扱ヲ受クヘキモノ」としながらも、「外国語ノ如キハ生徒ノ随意トシ…学力ニ於テ当然不足ノ学科アル」ので、同一の資格でもないように考えられるとしていた。これに対し文部省

は、「随意科タル外国語ヲ除キ、其他ノ中学校諸学科ニ在リテハ、御見解之通普通ノ卒業生同様取扱フヘキ」と回答している⁽²³⁾。同年2月の「中学校令」改正、「実業学校令」制定を経たこの時期、文部省は「外国語ヲ除キ」といった限定はあるものの、他の公立中学校卒業生と同様という見解を示したのである。事実上、諏訪実科中学校は、諏訪地区の中学校としての役割を

担っていたことが学科課程からも看取できる。そのため、実業学校へ移行するのではなく、1901（明治34）年県立に移管され、長野県立諏訪中学校となった。

Ⅳ. 明治期の高等女学校

①明治前期の女学校

文明開化を唱える明治新政府は、女子の教育機関として1872（明治5）年に官立東京女学校を開設した。これは1877（明治10）年、西南戦争による経費節減のために廃止となったが、府県でも女学校を開設するところがあった。またこのころ、従来の国学塾や漢学塾、洋学塾などが私立学校として整備されつつあったと同様に、女子を対象とした漢学塾や英学塾が私立女学校の母体となった。1873（明治6）年、キリスト教が解禁されるとアメリカのプロテスタント系教団を中心に布教活動が始まった。彼らは日本に女子の中等教育機関がないとして、女学校設立に情熱を傾けたため、大都市や港町などにキリスト教系の女学校が建てられていった。1880年代後半になるとキリスト教系女学校に触発された仏教系女学校があらわれた。このように明治前期には、東京などの都市部を中心に女学校が相次いで設立されたが、本格的な制度化は「高等女学校令」を待つことになる⁽²⁴⁾。

②「高等女学校令」の公布

高等女学校は、1882（明治15）年に『文部省年報』上で学校種別のひとつとして示されることとなった。1991（明治24）年の「中学校令」改正によって尋常中学の一種類とされ、1895（明治28）年に「高等女学校規程」が制定された。そして1899（明治32）年、「高等女学校令」が公布され、中学校や実業学校とともに高等女学校が中等教育の柱として確立されたのである。

高等女学校は、「女子ニ須要ナル高等普通教育」を施すことを目的とした⁽²⁵⁾。入学資格は中学校と同じであるが、中学校が一律5年制であるのに対し、修業年限を4年として、1年間の伸縮を認めた。1901（明治34）年には学科課程や編成、設備などを定めた「高等女学校令施行規則」を制定し、1903（明治36）年には各学年において教授すべき事項の標準である「高等

女学校教授要目」が定められた。男子の「高等普通教育」が上級学校進学を意味したのに対し、高等女学校は主として良妻賢母教育を内容とするものであった。

1910（明治43）年に「高等女学校令」が改正され、4年制と5年制の2種類となった。また同年には、入学条件や修業年限に幅を持たせ、農村部や中小都市部への普及を図るため実科高等女学校の設立を認めた。実科高等女学校の創設により、高等女学校は急速に普及していく反面、高等女学校全体の質を低下させ、中等教育における男女格差の拡大につながったとの指摘がなされている⁽²⁶⁾。

1899（明治32）年、「高等女学校令」とともに「私立学校令」が公布され、学校から宗教教育を排除するための訓令が出された。これにより、宗教教育をおこなうならば各種学校にならざるを得なくなってしまい、キリスト教主義の女学校は信仰を棄てて本令による高等女学校になるか、信仰を奉じて各種学校になるかの岐路に立たされた。多くのキリスト教系女学校は後者を選択し、その結果、高等女学校の枠組みに収まらないが、英語を中心に高い教育水準を保つ各種学校として、女子中等教育の一翼を担った⁽²⁷⁾。

③「高等女学校令」と長野県内の動向

1895（明治28）年、「高等女学校規程」が公布されると、長野県内で盛り上がった女学校待望論を背景にして、翌1896年、修業年限4年の町立長野高等女学校が設立された。本校は、校舎を長野高等小学校校舎の一部を仮用し、校長も高等小学校長が兼任した。入学資格は高等小学校第2学年卒業以上か同等の学力を有する者とされた⁽²⁸⁾。

1899（明治32）年の「高等女学校令」は、府県立校またはこれに代わる郡市町村立校の設置を義務付けたが、長野県は当面県立校を設けず、長野市、松本町、上田町、飯田町に郡市町村立校を以て代用させることとした。これに伴い翌1900年4月、既設の長野市立長野高等女学校を県立に代用する旨の告示を出し、1901年4月、町立松本高等女学校、郡立上田高等女学校、郡立下伊那高等女学校が相次いで開設された⁽²⁹⁾。

1901（明治34）年の「高等女学校令施行規則」に

定められた学科目と毎週教授時数を示したものが表6である。家事、裁縫の時数が多く、普通学科、特に外国語、数学の時数は中学校に比較して極端に少なかった。長野県内4校の学科課程をまとめたものが表7で

ある。松本・上田・下伊那高等女学校は同年の学課課程であるが、長野高等女学校のそれは設立の1896(明治29)年のものである。

表6 「高等女学校令施行規則」に定められた学科目と毎週教授時数

	修身	国語	外国語	歴史地理	数学	理科	図画	家事	裁縫	音楽	体操	教育	手芸	計
第1学年	2	6	3	3	2	2	1		4	2	3			28
第2学年	2	6	3	3	2	2	1		4	2	3			28
第3学年	2	5	3	2	2	2	1	2	4	2	3			28
第4学年	2	5	3	3	2	1	1	2	4	2	3			28

『資料にみる日本の中等教育の歴史』(前掲)26～27頁を参考に作成。

表7 長野県内高等女学校設立の学科課程

学校名 科目	長野高等女学校				上田高等女学校				下伊那高等女学校				松本高等女学校			
	1学年	2学年	3学年	4学年	1学年	2学年	3学年	4学年	1学年	2学年	3学年	4学年	1学年	2学年	3学年	4学年
修身	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
国語	6	6	6	6	6	6	5	3	5	5	5	5	6	6	5	5
英語					3	3	3	3					3	3	3	3
歴史	1	2	2	1	3	3	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2
地理	1		1	2					2	2	1	2	1	1	1	1
数学	5	5	4	4	2	2	2	2	4	4	4	3	3	3	2	2
理科	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2
図画	1	1	1		1	1	1	1	2	2	1	1	2	2	2	2
家事	1	1	1	1			2	2			2	2			2	2
裁縫	6	6	6	8	4	4	4	4	6	6	6	6(4)	6	6	6	6
音楽	1	1	1	1	2	2	2	3	1	1	2	2	2	2	2	2
体操	2	2	2	2	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2
教育								2				(2)				
習字	2	2	2	1									2	2	2	2
計	30	30	30	30	28	28	28	28	30	30	30	30	30	30	30	30

下伊那高等女学校の()は、「教育」を週2時間学ぶ生徒は「裁縫」を週4時間としたことをあらわす。

上田高女と下伊那高女は、「音楽」を「唱歌」としていた。『長野県教育史』第2巻480～483頁、同第11巻830～831頁から作成。

「高等女学校令施行規則」では総時間数を週28時間と定めたが、上田高等女学校のみが規程に従い、その他は週30時間に設定するなどの弾力的運用がなされている。ただし、松本高等女学校は、1年生から4年生まで「英語」を週3時間行う教育課程を採っている

が、実際は1・2年次では「裁縫」と「習字」から、3・4年次では「裁縫」、「読書」、「習字」から3時間を充ちていたため、実際には週27時間となる。

「英語」に関しては、長野高等女学校と下伊那高等女学校では教育課程にそれがなく、上田高等女学校の

み必修としていた。但し、松本高等女学校では2年足らずで教育課程を変更し、前述のような他学科目から充当するのではなく、正規科目とした。「教育」に関しては、上田高等女学校と下伊那高等女学校では、それを第4学年に設けている。上田高等女学校では、第4学年の「国語」を減じて「教育」に充当するという運用がなされていた。

このように、1901（明治34）年の「高等女学校令施行規則」が公布された段階での長野県の高女学校では、各校の実情に即した学科課程の弾力的運用がなされていた。

V. 明治期の実業学校

① 明治前期の実業教育

1872（明治5）年の「学制」に中学校の範疇として農業学校・商業学校・工業学校があがっているが、翌年の「学制二編」により、これらはみな専門学校とされた。1880（明治13）年12月の「教育令」改正により、農学校・商業学校・職工学校が中学校や専門学校とは別種の学校として加えられたが、翌1881年の「中学校教則大綱」では高等中学科に農業・工業・商業の専修科を置くことができるとした。1883（明治16）年に「農学校通則」、1884（明治17）年に「商業学校通則」が定められ、1885（明治18）年8月の「教育令」再改正により、農・工・商などの学校は専門学校とされた。このように農業・工業・商業の学校を一括する考えが明治前期に育っていったが、それが中等教育なのか、専門教育なのかを定めてはいなかった⁽³⁰⁾。

1890年代になると日本は軽工業を中心とした第一次産業革命期にはいり、産業界は現場の技術者や有能な実務者を求めた。1893（明治26）年、文部大臣に就任した井上毅は、実業教育の基礎作りの方策と実行のための規程を次々に打ちだしていった。前者が「実業教育費国庫補助法」と「工業教員養成規程」であり、後者が「実業補習学校規程」と「簡易農学校規程」、「徒弟学校規程」である⁽³¹⁾。

実業補習学校は、勤労児童を対象に、日曜日、夜間、または季節を限り小学校の補習と簡易な実業教育を授ける学校とされた。入学者を尋常小学校卒業以上とし、修業年限を3年以内と規定し、小学校付設を認められ

た。学校数は、1894（明治27）年には19であったものが、1907（明治40）年には4919と増加した。

徒弟学校は、職工になるために必要な教科を授ける学校とされ、修業年限を6ヶ月以上4ヵ年以下とした。裁縫、手芸、刺繍、機織、染色などを伝える女子職業学校もこの範疇に入る。1895（明治28）年設立の愛知県瀬戸町立陶器学校、1900（明治33）年設立の愛知県常滑町立陶器学校も伝統技術の継承と改善を目的にした徒弟学校であった。

簡易農学校は、年齢14歳以上を対象に農閑期に農業教育をする学校とされた。入学資格や修業年限もない柔軟な学校であったが、1899（明治32）年の「実業学校令」で甲種あるいは乙種の農学校に整理された⁽³²⁾。

② 実業学校令と小県蚕業学校

1899（明治32）年、「実業学校令」が公布され、その第1条で実業学校の目的を「工業農業商業等ノ実業ニ従事スル者ニ須要ナル教育ヲ為ス」と定め、第2条で学校の種類を「工業学校、農業学校、商業学校、商船学校及実業補習学校」と規定し、「蚕業学校、山林学校、獣医学校及水産学校等ハ農業学校ト看做」し、「徒弟学校ハ工業学校ノ種類」とした。また、工業・農業・商業学校の各規程によって、各学校の内容や組織などが定められた。ここに実業学校制度が本格的に機能する条件が整ったのである⁽³³⁾。

初等教育の範疇とされた実業補習学校と、高等教育を授ける高等工業学校等を除く実業学校は、甲種（工業学校、甲種農業学校、甲種商業学校）と乙種（徒弟学校、乙種農業学校、乙種商業学校）に分けられた。中等教育機関とされた実業学校の入学資格、教育内容をまとめたものが表8である。実業学校は、地域の産業との密接な関連で設置されるため、入学資格、修業年限、教育内容に関する規定は弾力的であった。

表8 工・農・商業学校等の組織及び内容

甲・乙		甲種			乙種		
学校の種類		工業高校	甲種農業学校	甲種商業学校	徒弟学校	乙種農業学校	乙種商業学校
本科	入学資格	年齢14歳以上・学力高等小学校卒業程度以上			年齢12歳以上		年齢10歳以上
	修業年限	3年(1年以内延長可)			学力尋常小学校卒業程度以上		
予科	入学資格	年齢12歳以上・学力高等小学校第2学年修了以上			なし		
	修業年限	2年以内			なし		
必修の学科目		修身, 読書, 算術, 化学, 物理, 図画, 実業科目, 実習	修身, 読書, 算術, 化学, 物理, 図画, 実業科目, 実習	修身, 読書, 算術, 化学, 物理, 図画, 実業科目, 実習	修身, 算術, 幾何, 物理, 化学, 図画, 実業科目, 実習(1904年より修身, 職業科目, 実習)	修身, 読書, 算術, 物理, 化学, 図画, 実業科目, 実習(1904年より修身, 実業科目)	修身, 読書, 算術, 地理, 簿記, 商事要項, 体操(1904年より修身, 実業科目)

『資料にみる日本の中等教育の歴史』30～31頁を参考に作成。

表9 長野県立小県甲種蚕業学校本科学科毎週授業時数表 (明治34年)

	学科目	1学年	2学年	3学年
学理	修身	人倫道德ノ要旨 (1)	同 (1)	同 (1)
	読書作文	読書 (国語漢文) 作文 (往復分岐自分) (3)	同 (2)	同 (2)
	数学	算術 (3)	代数 (3)	幾何三角術 (3)
	物理	物体通性力学熱学 (2)	光学音響電気磁気気象 (2)	
	化学	無機化学 (2)	無機化学及有機化学 (2)	応用科学 (2)
	博物	動物植物 (4)	動物植物礦物 (2)	植物病理害虫 (2)
	経済			農業経済 (2)
	地理	日本地理 (1)	外国地理 (2)	
	歴史	日本歴史 (1)	外国歴史 (2)	
	実修	体操	兵式 (2)	同 (2)
蚕体解剖生理及病理		蚕体生理解剖 (1)	蚕体生理解剖及病理 (2)	蚕体病理 (3)
養蚕及製種		飼育法 (2)	飼育法及製種 (2)	製種蚕室具蚕 (1)
製糸			製糸法 (1)	同 (2)
桑樹栽培		栽培法 (2)	同 (1)	
農業大意		通論 (2)	各論 (3)	同 (4)
顕微鏡使用法				
蚕体解剖術				
製種法附護種法		(不定)	(不定)	(不定)
顕微鏡的蚕卵蛹蛾検査法		(2)	(2)	(3)
蚕業及農業実修		(不定)	(不定)	(不定)
教育			教育ノ原理 (1)	全学年ノ続及学校管理法並教授法ノ大要 (3)
合計			28	29 《30》

() の数字は、毎週の授業時数。顕微鏡使用法及び蚕体解剖術は、顕微鏡的蚕卵蛹蛾検査法の時間に実習する。不定とある科目はあらかじめ時間を定めにくいことを意味する。学科目中の教育は農業教員志望生の科目であり、志望学生の合計授業時数が《 》である。『上田東高校百年誌』219～220頁より作成。

長野県における実業学校の嚆矢は、1892（明治25）年に設立された郡立小県蚕業学校である。「小県蚕業規則」によれば、本校の目的は「蚕業ニ関スル学理及実修ヲ教授シ兼テ其攻究ヲ為ス」ことにあり、15歳以上で学力が高等小学校卒業相当の者を入学させ、本科2年と別科1年を修業年限年とし、「前期ハ九月ヨリ翌年四月迄トシ学理ノ教授ヲナシ、後期ハ五月ヨリ八月迄トシ実修ノ教授」を行った。また、地場産業と学校との関係を密接にするため、本科・別科ともに「傍聴科ヲ置キ実業篤志者ヲシテ教授ノ聴聞ヲ許」し、「蚕種・蚕蛾・蚕繭・蚕蛹ノ學術的検査ノ依頼ニ応」じた⁽³⁴⁾。

1901（明治34）年、小県蚕業学校は県立に移管され、県立小県養蚕学校となった。表9は当時の学科課程である。「農業学校規程」には特に顕微鏡に関する科目を設けてはいなかったが、本校では特に顕微鏡を使用した実技科目が設定されていることに注目すべきである。これは、長野県養蚕・蚕種技術のパイオニアであり欧州での養蚕調査の経験を持つ三吉米熊校長の意によるものであった⁽³⁵⁾。また、学則に詳細な「実習規程」を掲げ、実習の重視が図られた。他府県出身者が生徒総数の約30%にもなる本校では、蚕業に従事しようとする者のほかに農業学校教員志望の者なども受け入れており、地元校の枠を超えた中高等教育機関としての役割を担っていたといえる。実業学校制度の特徴は多様性と柔軟性とされるが、小県蚕業学校も地域の教育要求や蚕業に関わる特性を反映した教育活動を行っていたのである。

Ⅵ. おわりに

明治期の長野県における中高等教育の特色として明らかになったことを以下に示す。

中学校の二重目的的性格に対する長野県の対応について。森有礼文相により1886年に公布された「中学校令」では、中学校を「実業ニ就カント欲シ又ハ高等ノ学校ニ入ラント欲スルモノニ須要ナル教育」を行う学校、つまり、中学校における就職と進学の一重目的が明記された。しかし、当時においては就職する者のための実業科目はほとんど用意されず、上級学校進学ため普通教育を行う予備教育機関としての性格を強めていった。長野県尋常中学校でも、「中学校令」発布

当初、その二重目的的性格に対応するため「商業」と「農業」（但し選択科目）を教育課程に含めていたが、やがて上級学校進学のため普通教育を主とした教育課程へと変容していった。その後、産業発展の担い手となるべき人材育成を企図した井上毅文相は、尋常中学校への実科教育導入をすすめたが、尋常中学校が進学準備教育へ傾斜する趨勢の中で普及しなかった。しかし、長野県では全国でも数少ない実科中学校を設立し、高まる中等学校への進学希望者を受け入れた。ただ、「実科」と銘打ってはいるものの実科中学校の学科課程には実業科目がほとんどなく、英語を除けば尋常中学とほとんど変わらない教育内容であった。

長野県の中高等教育における実業教育の組み込みは、中学校高学年次で対応しようとしたことがわかった。上級学校への進学率が高い長野県尋常中学でも4学年以上に実科をおき、5学年修了時に地域指導者と上級学校進学への進路選択をする機会を設けた。同時に、3学年修了時に中途退学する生徒が多かった長野、上田、飯田の各尋常中学支校において、3学年までに地域産業に就くために必要な知識を得るための学科を前倒して設定し、進学に必要な学科目を松本にあった本校の4・5学年に重点配置するという学科課程を用意したのである。つまり、生徒全員が5年修了でどちらかの進路選択をするのではなく、地域産業を担う人材の育成には3年修了を、地域の指導者育成や進学希望者には5年修了を前提に学科課程を設定したのである。このような弾力的運用を可能にしたのは、明治20年代後半、文部省が各府県に対して実業教育を導入するに際し、地域の実情に適合する学科目の設定ができるようにしていたからであった。

長野県における女子中高等教育の普及と定着について。「高等女学校令」により、女子にも中高等教育の機会が開かれたが、高等女学校を主として普通教育の学校と考えるのか、あるいは良妻賢母育成のために必要な実科を主とすることに徹するのかが問題となった。普通教育を考える上での指標となる「英語」に着目すると、長野県に設置された長野、上田、下伊那、松本の4高等女学校における教育課程において、上田及び松本高等女学校に「英語」を設定し、両校が「英語」を正規科目として位置付けているが、長野及び下伊那

高等女学校では「英語」を学科目として設定しなかった。当時の長野県における女子中等学校は、地域の実状にあわせて普通教育を主とする学校と実科的色彩の濃い学校とを並立させていたと言える。

長野県の地域性に立脚した実業教育について。長野県の有力な地場産業は蚕業であった。長野県内の実業学校として最初に設立された郡立小県蚕業学校では、その教育課程において「農業学校規程」に規定されていなかった顕微鏡を利用した実習科目を設定し、また農業学校教員志望者なども受け入れて蚕業だけ限定された地元校という枠を超えた中等教育機関として機能したことが判明した。

【註】

- (1) 米田俊彦『近代日本中学校制度の確立－法制・教育機能・支持基盤の形成－』東京大学出版会、1992年、1-2頁。
- (2) 石川松太郎他『日本教育史』玉川大学出版部、1987年、142-146頁。
- (3) 神辺靖光『明治前期中学校形成史』梓出版、2006年、ii、271-272頁。また、同書の「第6章長野県の中学校」は長野県を扱った最新の中等教育史研究である。他の先行研究に前掲書『近代日本中学校制度の確立』の「第2章長野県北佐久郡（小諸町）」がある。
- (4) 石川松太郎編『教育の歴史』改訂版、放送大学教育振興会、1995年、53-54頁。
- (5) 米田俊彦『資料に見る日本中等教育の歴史』東京法令出版、1995年、18頁。
- (6) 前掲『日本教育史』、142頁。
- (7) 長野県教育史刊行会『長野県教育史』第1巻総説編1、長野県教育史刊行会、1978年、674頁。
- (8) 長野高校八十年史刊行会編『長野高校八十年史』長野高等学校同窓会、1980年、12-13頁。
- (9) 長野県教育史刊行会『長野県教育史』第2巻総説編2、長野県教育史刊行会、1981年、394頁。
- (10) 前掲『長野県教育史』第2巻、394-395頁。
- (11) 前掲『教育の歴史』、58頁。
- (12) 前掲『長野県教育史』第2巻、396頁。
- (13) 同前、389-390頁。
- (14) 「不備につき文部省照会」、明治二十八年十二月

(長野県教育史刊行会『長野県教育史』第11巻史料編5、長野県教育史刊行会、1976年、792頁)。

- (15) 「県回答」、明治二十九年一月（同前、792-793頁）。
- (16) 「長野・上田・飯田枝校設置につき県告示」、明治二十六年三月（同前、773頁）。「明治二十六年生徒募集につき県告示」、明治二十六年三月（同前、773-774頁）。
- (17) 飯田中学校飯田高等学校校史編纂委員会編『長野県飯田中学校長野県飯田高等学校校史』I（改訂版）、長野県飯田高等学校同窓会、1980年、44-45頁。
- (18) 前掲『日本教育史』142-143頁。
- (19) 前掲『長野県教育史』第2巻、402頁。
- (20) 「中学予備校設置案文部省へ照会」、明治二十五年十二月（前掲『長野県教育史』第11巻、812-813頁）。
- (21) 「文部省回答」、明治二十六年一月（同前、813-814頁）。
- (22) 「学校設置につき郡告示」、明治二十八年四月（同前、816頁）。
- (23) 前掲『長野県教育史』第2巻、405-407頁。
- (24) 前掲『教育の歴史』、64-68頁。
- (25) 前掲『資料に見る日本中等教育の歴史』、26頁。
- (26) 同前、28-29頁。
- (27) 同前。
- (28) 前掲『長野県教育史』第2巻、467-468頁。
- (29) 同前、464-465頁。
- (30) 前掲『教育の歴史』、74頁。
- (31) 同前、76頁。
- (32) 同前、76-77頁。
- (33) 前掲『資料に見る日本中等教育の歴史』、30-31頁。
- (34) 前掲『長野県教育史』第2巻、498-501頁。
- (35) 上田東高校百年誌編纂委員会編『上田東高校百年誌』上田東高校、1992年、218-223頁。

大学生のケータイ・メールによるコミュニケーション —メールの利用とケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面との関連性—

石川 勝博

Ishikawa Masahiro

A Study of Mobile e-mail Communication by University Students: The Relationship between Mobile e-mail Use and the Dysfunctional Aspects of Mobile Communication

Social concern with mobile phone communication is growing. A survey of university students in Ibaraki Prefecture using the questionnaire method examines the relationship between mobile phone e-mail use and the dysfunctional aspects of mobile communication, including passive interpersonal relationships, restraint, anxiety towards information, escape, lower abilities in verbal expression, and annoyance. It was found that frequent use by students of mobile phone e-mail is related to dysfunctional aspects of mobile communication, such as restraint, escape, and lower abilities in verbal expression. The study concludes that further research is needed to discover the factors linked to the dysfunctional aspects of mobile communication. This, it suggests, may become the first step of mobile communication literacy education.

はじめに

近年の携帯電話は単なる電話を超えたメディアとなっている（岡田と松田,2002；小檜山,2005；Itoら,2005；松田ら,2006）。多機能化が進み、今や情報通信技術（Information and Communication Technology）の1つとなっており、ユビキタス社会の実現に向けての重要なツールとしても注目を集めている。こうした現状を踏まえて、本研究では、携帯電話を「ケータイ」と表記する。

2006年3月現在、日本人の携帯電話契約数は、9179万2千件となっており、（電気通信事業者協会 HP <http://www.tca.or.jp/>）、若者に限れば、その保有率は飽和状態にある。2003年の時点で、既に、10代から

20代の保有率は91.7%であり、20代だけを見るとほぼ100%であった（通信総合研究所,2003）。

通話機器であったケータイの普及に拍車をかけたのが、メール機能の付加であった（三上,2004）。1995年11月のPHS（DDI）における「ショートメッセージ」サービスをその端緒とし、1997年11月には、東京デジタルホン（現在のソフトバンク）による「スカイウォーカー」が、1999年2月にはNTTの「iモード」のサービスが開始された。今では、通話機器というよりもメール送受信機としての役割が大きくなっているほどである。ケータイを所持している人のメール利用率は、『平成17年度情報通信白書』によれば、87.7%であり、『情報メディア白書2006』によると、91.5%

と高い数字になっている。これは、国際的に見ても、高いものである。

ケータイの利用については、「通話よりもメール利用が多い」という結果が、若者（特に大学生）を対象とした調査において、一貫して示されている（三宅, 2001；橋元ら, 2001；中村, 2001b；田中, 2001；遠藤, 2005；石川, 2005；三宅, 2005；古谷と坂田, 2006）。

若者のケータイ・コミュニケーションにおいて、ケータイ・メールが果たす役割は大きい。先行研究による調査では、彼らはケータイ・メールを使いこなし、効果的なコミュニケーションを図っているとのプラスの側面が導き出されることが多い。しかしながら、一般的には、マイナスの側面があるとも指摘されていることも確かである。

そこで、本研究は、ケータイ・メールの利用と、彼ら自身が感じているケータイ・コミュニケーションのマイナス面としての逆機能的側面（石川, 2004）との関連を明らかにすることを目的とした。

1. 研究の背景と目的

ケータイ・コミュニケーションに関する研究は、端緒についたところであり、マス・コミュニケーションなどの従来のメディア・コミュニケーションほど、必ずしも十分に検討されておらず、学問的に体系化されているわけではない。

以下、ケータイ・コミュニケーション研究のうちケータイ・メールに関する事例を、利用の現況、コミュニケーションの内容、対人関係、文字メッセージによるコミュニケーションの側面から概観した上で、本研究の目的を示すことにしたい。

1. 1. ケータイ・メール利用の現況

メール機能の付加は、ケータイ利用のあり方に変化をもたらした。メールの送受信機としての意味合いが強まったのである。国際的に見ても、日本人は、ケータイ・メールを好んで利用しているようである。

『平成 17 年度情報通信白書』による、日本、アメリカ、韓国のパソコン・メールの利用率とケータイ・メール利用率比較は、表 1 の通りである。日本とアメリカを見てみると、パソコン・メールの利用率には、ほ

とんど差はない（94.2%と 96.1%）。しかし、ケータイ・メールについては、その差は著しい（87.7%と 12.4%）。韓国のケータイ・メール利用率は 43.1%と高いが、それでも日本の約半分である。このように日本でのケータイ・メール利用率は高いと言える。

表 1 各国のパソコンとケータイによるメールの利用率（『平成 17 年度情報通信白書』 p.36 に従って、筆者が作成）

	日本	アメリカ	韓国
パソコン	94.2%	96.1%	84.8%
ケータイ	87.7%	12.4%	43.1%

通信総合研究所（2003）の調査によれば、ケータイ・メールの送受信頻度は、若い世代ほど高いという。ケータイ・メールを「1 日数回以上」利用する人は、12～15 才では 82%、16～19 才では 81%、19～22 才では 78%、23～29 才では 65%、30 代では 46%、65 才以上で 14%となっている。富士通総研（2005）の調査では、「メールを 1 日 10 回以上やりとりする」といった回答は、10 代がきわめて多く、それに次ぐのが 20 代という結果になっている。ケータイ・メールは、「10 代～20 代中心のメディア」と言えよう。

若者のケータイ・メールの利用頻度が高いことは述べたとおりだが、それは「通話よりもメールの利用が多い」ほどである（三宅, 2001；中村, 2001b など）。三宅（2001）の調査によれば、音声通話は 1 日あたり 1.72 回にたいし、メールは 9.98 回であった。イブシマーケティング（2006）の調査では、1 日あたり通話 4.2 回、メール 8.3 回という結果が示されている。各調査が示す数字に違いがあるが、「通話よりもメールの利用が多い」ことに変わりはない。

通話よりもメール利用が多い理由について、三上（2004）は、通話と比較して料金が安く済むこと、いつでもどこでも連絡が取れるといったケータイ・メールの特色が、若者のライフスタイルに適合していることを挙げている。すなわち、「経済性」と「モバイル性」に優れる点が、その理由であると言える。また、川浦（2004）は、通信コストの安さといった経済性と、こちらの都合だけで送れることの 2 点を挙げている。

さらには、ケータイ・メールでやりとりされる文字

メッセージに、非言語的な要因(顔文字といったパラランゲージなど)を加えることで、表現の幅を広げ、より効果的なコミュニケーションが図れることも挙げられる。つまり、「文字メッセージならではのコミュニケーションが図れる」点である。この点については、「1.4.文字メッセージによるコミュニケーションの特色」で詳述する。

栗原(2003)は、ケータイ・メールは、音声通話ほどの押しつけがましさもなく、それでいて、即時にメッセージを送れるという「適度な距離感」を与えてくれるメディアであると指摘し、それがメール利用を促進していると捉えている。

三宅(2005)が指摘するのは、ケータイ・メールによるコミュニケーションの「気軽さ」である。彼女は、メールの場合、対面会話に近い話しことばの特徴をもっているながら、通信が一方方向の送信であるため、リズム、あいづち、間(ま)、即時反応の義務など、対面会話、電話会話のスムーズなやりとりには欠かせない要素から解放されているとする。

ケータイ・メールの利用場所については、興味深い結果が示されている。「いつでもどこでも連絡がとれる」という利点からすれば、主な利用場所は「出先」と予想される。しかし、音声通話、メール共にその利用場所の第1位は「自宅」であった(三上,2004)。深夜などに家族に気兼ねなく使えること、相手の番号やアドレスを登録しているので、自宅にいてもその便利さと習慣から利用してしまうからである。三上(2004)は、ケータイ電話のモバイル性よりも「自分専用のメディア」という「パーソナル性」が自宅での利用を促進する要因であると捉えている。ケータイ・メールはテレビの「ながら視聴」に適しているという点も(宿南,2005)、自宅での利用を促進していると考えられる。

「経済性」「モバイル性」「文字メッセージ性」「適度な距離感」「気軽さ」「パーソナル性」といった様々な特色が相まって、若者のケータイ・メール利用を促進させているようである。

1.2.ケータイ・メールによるコミュニケーションの内容

コミュニケーションは様々な基準で分類できるが、

その1つに「道具的(instrumental)」コミュニケーションと「表出的(expressive)もしくは自己完結的・コンサマトリーな(consummatory)」コミュニケーションの2つに分けるものがある(阿久津,1976)。前者は、ある目的を達成するためのコミュニケーションであり、後者は、さしたる目的もない、その行為をすること自体が目的とも言うべきコミュニケーションである。この2類型は、様々なシステムレベルでコミュニケーションに適用可能であり、ケータイ・コミュニケーションもその例外ではない。

ケータイ・メールでのコミュニケーション内容は、どちらに分類できるであろうか。思い浮かぶのは、ちょっとした連絡、約束を取りつけるなどの「道具的コミュニケーション」であろう。口頭よりも、聞き違いなどの齟齬が生じる可能性が低いという利点があるからである。また、同時に複数の相手にメッセージを送ることができる点も、連絡などの用途に適している。このように、ケータイ・メールの文字メッセージ性やメディア自体が持つ機能は、道具的コミュニケーションに適している。

ケータイ・メールは「コンサマトリーなコミュニケーション」にも用いられる。すなわち、暇なときに今起こっていることを実況する、近況報告やとりとめの話をする、身の回りの話題やそのときの気持ちといった、おしゃべり的な内容のやりとりなどである(三宅,2001;中村,2001a;辻と三上,2001)。

ケータイ・メールでのコミュニケーションには2つの側面がみられるが、通話によるものと比較して、道具的なコミュニケーションよりもコンサマトリーなものの方が多い(三宅,2001;中村,2001a;田中,2001;辻と三上,2001;三宅,2005)。

例えば、辻と三上(2001)による大学生(東洋大学354名、関西大学280名)を対象とした調査では、コミュニケーションの目的とそのために用いるコミュニケーション・メディアとの対応関係を調べている。その結果、ケータイ・メールは、「暇つぶし・時間つぶし」に、最も有効であると認識されていた。暇つぶしとは、確たる目的がないものであり、コンサマトリーなものとして捉えられる。

以上のように、ケータイ・メールは、道具的という

よりも、むしろ、コンサマトリーなコミュニケーションに用いられる傾向が見られる。同様の傾向が海外の研究でも見いだされている点も興味深い（コボマー、2004）。

1. 3. ケータイ・メールと対人関係

ケータイによって若者の対人関係が希薄化した、もしくは希薄化に拍車がかかったといった議論がある。しかしながら、先行研究の調査では、こうした傾向は見いだされておらず、むしろ、対人関係を深めているという結果が示されている。以下では、ケータイ・メールと対人関係について、やりとりする相手、ケータイ・メールのキューレスネス（cuelessness、視覚的情報や物理的情報の欠如）の問題、番通選択（番号通知機能を利用して、応答する相手を選ぶこと）の視点から検討する。

1. 3. 1. ケータイ・メールをやりとりする相手

ケータイ・メールによるコミュニケーションの相手と言えば、「メル友（直接の面識はないがメールのやりとりをする友人）」や、普段顔を合わせる事が困難な相手（遠距離に住む人）が想定される場合がある。果たして、そのような傾向は見られるのであろうか。実際の調査では、また違った結果が示されている。

中村（2002）による松山の大学生 407 名を対象とした調査では、よくケータイ・メールをやりとりする相手として、90.7%の大学生が「普段会う友人」を挙げている。以下、遠方の友人（45.2%）、あまり会わない友人（31.9%）、恋人（31.9%）、別居の家族（16.6%）、同居の家族（12.3%）が続くという結果になっている。その他の調査においても、同様の傾向が見られ、しかも、やりとりする人数は数名という比較的少ないものである（岡田ら、2000；橋元ら、2000；三宅、2001；中村、2001b；三上、2004 など）。

さらには、ケータイ・メールは、その数名の間で非常に高い頻度でやりとりされていることも示されている（中村、2001b；中村、2005）。すなわち、ケータイ・メールは、内輪でのインフォーマルなコミュニケーションに用いられ、強い紐帯（Granovetter, 1973；Fisher, 1982）の維持に寄与していると言えよう（小林と池田、2004）。例えば、学校で顔を合わせた友人と、帰宅後も

メールで連絡を取り合うなどしているのである。こうして、若者は、普段からよく会っている特定の友人と 24 時間結びついているかのような「フルタイム・インティメート・コミュニティ」（仲嶋ら、1999）を形成している。いつでもどこでもやりとりできるケータイ・メールは、通話よりも、フルタイム・インティメート・コミュニティの形成に適している（中村、2001b）。ケータイ・メールは、常々顔を合わせている人たちとの関係をより深めるコミュニケーション・ツールとして用いられていると言えよう。

ケータイ・メールの利用が多い若者にはどのような特色があるだろうか。中村（2001a）は、自らの調査結果を踏まえて「外向的で、対人関係が活発で、友人も多く、深い対人関係を好み、孤独感も少ない」としている。また、先述の辻と三上（2001）の調査では、対人的な積極性がケータイ・メールの活発な利用と関連していることが示されている。ケータイによる対人関係というと、希薄なイメージがあるようだが、少数の友人と積極的に関わるという意味で、若者は深い対人関係を築いているようである。

1. 3. 2. キューレスネスの問題

ケータイ・メールのキューレスネスも、しばしば対人関係に関わる問題として取り沙汰される。情報の不足から、思わぬ誤解や「フレーミング（flaming）」（Kiesler ら、1984；Kiesler ら、1985）が生じ対人関係を損ねるといった懸念である。

読売新聞（2006年6月12日号）の世論調査には、「携帯電話メールでのコミュニケーションが増えると、人付き合いや対人関係にどのような影響があると思うか」という設問がある。その回答結果（複数回答、%）として、プラス面「互いに遠慮が少なくなるので、対人関係が積極的になる」は 8.7%、マイナス面「互いの表情が読み取れないので、誤解が多くなる」は、34.3%というものが示されている。「互いの表情が読み取れない」とはキューレスネスに起因するものであり、キューレスネスに対する否定的な見方が一般的には強いようである。その一方で、先行研究による調査ではプラスの面も見いだされている。

例えば、個人的会話や当惑的会話など、面と向かつ

て話しにくいことが伝えやすいという利点である(中村, 2001a)。彼によれば、ケータイ・メールは、「キューレスなメディアなので、雰囲気伝わらない。この点では心理的距離が遠いメディアであるといえる。しかしそれ故に、面と向かっては言いにくいこと(たとえば感謝や怒りといった感情)をメールでは表現しやすい。このことが結果として、対人関係上の心理的距離を近くするのである(p.298)」とされる。辻(2003)の調査では、「電話や対面では話しにくいことも、メールなら書きやすいような気がする」という項目に69.5%が同意している。すなわち、状況によっては、キューレスネスがコミュニケーションの促進要因になりうると言える。

キューレスネスを直接的に扱ってはいないが、辻と三上(2001)は、通話とメールでのコミュニケーションにおける「相手との間で思わぬ誤解やトラブルが生じた」という設問への肯定率を比較している。調査対象者は、東洋大学(354名)と関西大学(280名)の学生である。東洋大学では、音声通話29.9%、メール30.6%、関西大学では、音声通話28.3%、メール41.5%の学生がこの項目に肯定的な回答をしていた。この結果は、ケータイ・メールがフレーミングを引き起こしやすいとは一概に言えないと解釈されている。キューレスネスは、対人関係の促進要因にも阻害要因にもなりうるものであり、単純に是非を論ずることはできない。

1.3.3. 番通選択の問題

ケータイ・メールの「番号通知機能」が、対人関係を選択的にするという懸念もある。これは、「番通選択」と呼ばれる(松田, 2000)。彼女は、通話を前提にしているが、ケータイ・メールでも、相手のアドレスを確認してから応答するか否かを決められるので、ケータイ・メールにおいても番通選択の問題を検討する必要があると考えられる。

先述の読売新聞(2006年6月12日号)の調査では、ケータイの影響として、プラス面の「コミュニケーションの回数が増え、対人関係が深まる(18.2%)」よりも、マイナス面の「都合のいいときだけ対応すればいいので、対人関係が表面的になる(28.8%)」という懸

念が強いといった結果が示されている(複数回答, %)。この設問にあるように、相手を選んでの対人関係は、希薄化と関連づけられやすく、否定的に扱われる場合が多い。ケータイによる「番通選択」は、対人関係の希薄化を促すとする見解があるようである

しかしながら、こうした見解に問題があるのは確かである。第1にあげられるのは、若者の対人関係の希薄化論そのものに対する疑問である。たとえば、橋元(1998)や辻(1999)による先行調査のレビューによれば、若者が「友人・親友の数」として挙げる数は増加し、「心を打ち明けられる友人はいない」といった設問への回答者の割合は減少している。したがって、若者の対人関係が希薄化しているとの証拠は見出されていないとの見方が有力であるとする。

第2に挙げられるのは、選択的人間関係と希薄化を直接結びつけることに対する疑問である。確かに、番通選択経験者は、経験のない者と比較して、対人関係がより選択的であるという調査結果もある(松田ら, 2002)。若者は、ケータイを使って誰とでも話すのではなく、好きな相手や気の合う相手と話している。しかし、これを希薄化と捉えるべきではないとされる(松田, 2000)。

松田(2000)によれば、「選択的」対人関係が、希薄化、すなわち「部分的で浅い」と見えるのは、「広い-狭い」「深い-浅い」という軸で捉えるためであり、あえて「浅い-深い」を使って表現するならば、「部分的でかつ深い」関係である。さらには、選択的対人関係の促進は、ケータイよりも、都市化による「接触可能な人の増大」が原因ではないかも推測している。ケータイによる番通選択による対人関係とは、「選び選ばれた相手との関係を強める」(松田, 2002)ものと言えそうである。

松田(2000; 2002)の研究では、通話における番通選択の問題を検討しているが、先の辻と三上(2001)の調査では、通話とメールそれぞれによる番通選択の問題が検討されている。彼らは、通話とメールそれぞれについて「相手によって返事をするかどうか選ぶ」という設問で尋ねている。その肯定率は、東洋大学では音声通話61.2%、メール38.9%、関西大学では音声通話で68.4%、メールで47.2%であった。すなわち、両大学の学生共に、メールによる番通選択の方が通話の場合よりも、2割ほど割合が低かった。この結果は、

メールは通話の場合ほど、コミュニケーションを選択的に透過するフィルターとして用いられていないと解釈されている。

石川(2005)は、通話とメールを含めた意味での番通選択とケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面(受動的対人関係、束縛、情報不安、逃避、言語表現力の低下、煩わしさ)との関連を明らかにしている(それぞれの逆機能的側面の定義は、1.5.で述べる)。大学生を対象とした調査を実施し、その結果について、ステップワイズ式重回帰分析を行ったところ、逆機能的側面のうち、1)情報不安(迷惑メールや情報漏洩への不安)、2)束縛(ケータイに縛られているような気持ちになる)との正の関連が見られた。

1)については、番通選択は、迷惑メールや情報漏洩への対策として行われていると解釈されている。番通選択は、選択的な対人関係の構築のためというよりも、防犯のために行われていると捉えられよう。

2)については、番通選択によって選んだ相手とは、常に繋がっている関係にあるのではないかと解釈されている。番通選択によって、「選び選ばれた相手との関係を強める(松田,2002)」がゆえに、常につながる関係となり、そこに束縛を感じていると捉えられる。

以上のように、番通選択は、対人関係を選択的にする可能性を持つものの、希薄化をもたらすとは言い難い。ただし、番通選択で選んだ相手とのコミュニケーションにおいて、束縛を感じている可能性が示唆される。

1.4. 文字メッセージによるコミュニケーションの特色

メールでは、当然ながら、音声メッセージではなく、文字メッセージによるコミュニケーションがなされる。ケータイ・メールは基本的に手紙であるが、書面によるものとは文体が異なる。時候の挨拶は省略し、要点のみを手短かに伝えるものが多いようである。

若者の利用が通話よりもメールが多い理由の1つに、「気軽さ」(三宅,2005)があることは、1.1で述べた。こうした消極的な理由だけでなく、文字ならではのコミュニケーションが図れるという積極的な理由からも、ケータイ・メールは用いられている。

大学生を対象とした調査(太田,2001;三宅,2005)

によると、ケータイ・メールでは、インフォーマルな場で用いるような口語表現が用いられることが多い。「話すように、打ち解けた言葉遣いで書いている(打っている)」ようである。三宅(2005)は、その例として「大変だったヨ」などの「終助詞の利用」、「～ですかあ?」といった「音調表現の利用」や、句読点を省略したり、絵文字を多用したりするなどの「書きことば性」などを挙げている。

中村(2005)によると、ケータイ・メールの表現の特徴には次のものがある。1)話し言葉的表現、2)表現の軽佻さ、3)絵文字・顔文字、記号を用いたグラフィカルな表現、4)画像の添付である。これらの表現が用いられるのは、その主な相手が友人(橋元ら,2001;三宅,2001;中村,2001a;中村,2001b;三上,2004など)だからであろう。

このように、ケータイ・メールでは口語的な表現が用いられるが、歯に衣着せぬやりとりがなされているわけではない。そこには、文字によるコミュニケーションであるがゆえの「対人配慮(三宅,2005)」や「気遣いの作法(中村,2005)」が見られる。

三宅(2005)は、「対人配慮」には「関係作りへの配慮」と「言語形式への配慮」の2側面があるとする。前者は、素っ気なくならないように、不快感をあたえないように、軽い感じになるようにとの配慮である。後者は、言語面で間違った表現をしないように、誤字がないように、誤解が起こらないように、意味がきちんと伝わるように、という配慮である。ケータイ・メールにあらわれる対人配慮では、ネガティブ状況を回避する方が、ポジティブ状況を作り出すことよりも重視されており、従来の日本人のコミュニケーションのあり方と相通じるところが見られた。若者のケータイ・コミュニケーションに、こうした傾向が見られる点は興味深い。

中村(2005)は、「気遣いの作法」として、1)メールを受け取るとすぐに返信すること、2)絵文字・顔文字の利用で、感情を表現しながら誤解を避けたり、表現をソフトにして相手を傷つけないようにすることを挙げている。

文字ならではのコミュニケーションにおける対人配慮や気遣いを、より効果的にする工夫が、絵文字や顔

文字の利用である。例えば、ケータイ各社による絵文字、また m(_)_m、(^_^;) といった顔文字、さらには「か、き、く、け、こ」を「か、(き、く、(け、■)」などと表記するギャル文字は、「感情を豊かに表現する」「相手の気持ちを和ませる」(中村, 2001a) といったかたちで、コミュニケーションをより円滑化させる役割を果たしている。

しかしながら、こうした表現に対しては、マイナスの側面も指摘されている。読売新聞(2005年5月19日)の記事「ギャル文字が人気 気持ちを伝えるために活用」では、ギャル文字の効用を取りあげているが、その一方で「学校の文集でも使っている生徒がいる」といった日本語の乱れを指摘する声もあるという。

先に述べたように、ケータイ・メールは基本的に手紙であるが、時候の挨拶やかきこまった表現など、従来の手紙で用いられるマナーは適用されない。専ら口語表現によるやりとりが多いようである。さらには、絵文字、顔文字やギャル文字の使用は、日本語の乱れとして捉えられる向きもあるようである。果たして、ケータイ・メールを用いる若者は、言語表現力が低下したと感じているのであろうか、それとも様々な表現を用いることで言語表現力が増したと感じているのであろうか。

1.5. ケータイ・コミュニケーションの逆機能

これまでをまとめると「大学生にとって、ケータイは重要なコミュニケーション・ツールとなっており、ケータイ・メールを用いて少数の友人と積極的に対人関係を深め、比較的コンサマトリー内容をやりとりし、配慮や気遣いをしながら、文字メッセージならではのコミュニケーションを図っている」と言える。先行研究で行われた調査によると、どちらかと言えば、プラスの面が見いだされてきたと言える。

しかしながら、大学生は、プラスの面だけではなく、マイナスの面も感じながら、ケータイ・メールを用いているのではなからうか。すなわち、ケータイ利用者は、そのコミュニケーションの順機能的側面だけではなく、逆機能的側面を感じている可能性があると考えられる(石川, 2004)。

そこで、ケータイ・コミュニケーションの逆機能的

側面の類型を示すため、2度の質問紙調査が実施された(石川, 2004)。茨城県内の文系大学生131名を対象にした第1次調査では、ケータイを用いる際に感じる不都合について自由記述させ、第2次調査で用いる質問項目の作成を行った。その結果、36項目が得られた。第2次調査は、茨城県内の文系大学生262名を対象に実施された。36項目についてリッカート法による5ポイントスケールで質問し、その結果を因子分析(主因子法バリマックス回転)したところ、1)「受動的対人関係」、2)「束縛」、3)「情報不安」、4)「逃避」、5)「言語表現力の低下」、6)「煩わしさ」の6つの逆機能が析出された。

1)「受動的対人関係」とは、限られた関係のなかで、自分からは積極的に動かずに、他者に合わせる表面的な対人関係を指している。2)「束縛」とは、ケータイにいつ連絡が入るかと常に気が休まらない、他者から連絡がないと寂しいといったかたちで、ケータイに縛られることを指している。3)「情報不安」とは、ケータイからの個人情報の漏洩や、ケータイから入る不確かな情報への不安である。4)「逃避」とは、現実から逃避するために、ケータイを使って時間を無駄に過ごすことを指している。5)「言語表現力の低下」とは、過度に省略した表現や、メールで文章を作る際の絵文字や顔文字などの使用により、自らの文章作成の力、語彙力が落ちていくとの実感を意味する。6)「煩わしさ」とは、他者のマナー違反への不快感、時と場所をわきまえない連絡に対応せざるを得ないことに感じる負担である。以上のように、6つのケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面が存在することが示唆された。

1.6. 研究課題 (Research Questions) の設定

本節では、先行研究を概観した結果をまとめ、さらに、ケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面との関連を検討して、本研究の研究課題を設定する。

まず、1) 利用の現況に関しては、若者は特に、通話よりもメールの利用が多い傾向にあることを示した。若者のケータイ・コミュニケーションにおけるメールの重要度は高いといえよう。

ケータイ・メールによるコミュニケーションの問題

について、2) コミュニケーションの内容、3) 対人関係、4) 文字メッセージによるコミュニケーションの特色の点から先行研究を概観した。いずれについても、大学生は、ケータイ・メールを使って効果的にコミュニケーションを図っていることが概ね示されている。すなわち、順機能的側面が示されている。

しかしながら、ケータイ・コミュニケーションには逆機能的側面も存在することが示唆される(石川, 2004)。そこで以下では、上記の2) 3) 4) のそれぞれの点と、ケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面との関連を検討し、研究課題(Research Questions)を設定する。

2) ケータイ・メールによるコミュニケーションの内容は、道具的というよりも、コンサマトリーな色合いが強く、「暇つぶし」に適したメディアと認識されていることが示されている(辻と三上, 2001)。ここで言う「暇つぶし」は、必ずしも否定的に捉えるべきものではない。しかしながら、KatzとFoulkes(1962)が指摘するように、積極的な意味での「休息」と、消極的な「現実からの逃避」とを区別しなければならない。ケータイ・メールが後者のかたちで利用されるとすれば、問題であろう。そこで、ケータイ・メールとケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面としての逃避との関連を検討する必要があると考えられる。本研究では次の研究課題(Research Question) 1を設定する。

RQ 1 :ケータイ・メールの送受信頻度と、ケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面としての「逃避」との関連を明らかにする。

3) 対人関係については、数人の友人と常に繋がるといったかたちで、深い関係を築くためにケータイ・メールが活用されていること、キューレスネスは対人関係の促進要因にも阻害要因にもなりうること、番通選択による選択的対人関係と対人関係の希薄化とを関連づけるのは早計であることを示した。しかしながら、読売新聞(2006年6月12号)の記事にあるように、「都合のいいときだけ応対すればいいので、対人関係が表面的になる(28.8%)」といった懸念があるようである。そこで、メール利用と「受動的対人関係」との関連を

明らかにする研究課題(RQ) 2を設定する。さらに、番通選択で選んだ相手と常に繋がることができるという状況に「束縛」を感じている可能性が示唆されたので(石川, 2005)、研究課題(RQ) 3を設定する。

RQ 2 :ケータイ・メールの送受信頻度と、ケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面としての「受動的対人関係」との関連を明らかにする。

RQ 3 :ケータイ・メールの送受信頻度と、ケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面としての「束縛」との関連を明らかにする。

4) 文字メッセージによるコミュニケーションについては、日常会話に近い口語的表現が用いられていること、そこには配慮や気遣いが存在していることを示した。すなわち、文字ならではのコミュニケーションを効果的に図ろうとしているようである。その一方で、口語表現をそのまま文字にしていること、絵文字や顔文字、ギャル文字を使った表現に、言語表現力の低下を懸念する声があることも確かである。ケータイ・メール利用者はどのように感じているのであろうか。そこで、本研究では次の研究課題(RQ) 4を設定する。

RQ 4 :ケータイ・メールの送受信頻度と、ケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面としての「言語表現力の低下」との関連を明らかにする。

2. 調査

2.1. 調査の目的

ケータイ・メールの送受信頻度とケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面との関連を明らかにするために設定された4つの研究課題(Research Questions)を検討するため、質問紙調査を実施した。

2.2. 調査方法

茨城県内の私立A大学と国立B大学の学生、517名を対象に、2004年1月初旬と中旬に、集合法による質問紙調査を実施した。いずれの調査も、授業時間に質問紙を配布して、自記式により一斉に回答させた。

回収率は100%である。

2.3. 分析対象者の内訳

517名のうち、回答漏れがあるなどした15名を除く502名を分析対象とした。その内訳は表2に示すとおりである。男女のバランスは比較的とれているが、学年については偏りが見られ1, 2年生が多い。なお、分析対象者の平均年齢は、19.65歳である。

表2 分析対象者の内訳

	1年	2年	3年	4年	無回答	合計
男	94	90	41	14	1	240
女	158	65	35	3	0	261
無回答	0	0	0	0	1	1
合計	252	155	76	17	2	502

2.4. 調査内容

今回の質問紙調査の内容は、次のとおりである。

2.4.1. 被調査者の属性

大学名, 学科名, 学年, 性別, 年齢について質問した。

2.4.2. 通話とメールの送受信頻度

1日当たりの、おおよその通話の頻度とメールの送受信頻度を回答させた。それぞれについて「1:0~4回, 2:5~9回, 3:10~14回, 4:15~19回, 5:20回以上」の選択肢から、1つを選ばせた。

2.4.3. ケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面

ケータイ・コミュニケーションの6つの逆機能的側面に関する質問をした。石川(2004)の尺度から選ばれた項目(石川, 2005)を用いた。表3にあるように、各側面につき3項目、計18項目で構成されている。それぞれは、リッカート法による5ポイントスケールで測定された。なお、調査票での配列は、解釈を超えてランダム化された。

表3 ケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面の質問項目

受動的対人関係
1. 人とのつきあいが表面的になった
2. 対人関係が狭くなったと感じる
3. 皆の意見に合わせるようになった
束縛
4. 返事がもらえないと、不安になる
5. 連絡が来ないと寂しい
6. いつ連絡が来るかと、気が休まらなくなった
情報不安
7. 個人情報が出るかと心配になる
8. 知らないうちに被害を受けないかと心配だ
9. ケータイで知った間違った情報を信じてしまった
逃避
10. 時間を無駄にすごすようになった
11. 嫌なことがあると、ケータイに逃げるようになった
12. 自分をコントロールできなくなった
言語表現力の低下
13. 正しい日本語表現が使えなくなった
14. 漢字が書けなくなった
15. 辞書を引かなくなった
煩わしさ
16. 他の人のマナー違反が不快に感じた
17. 都合が悪いときに連絡がきて、面倒くさい
18. 返事するのが負担に感じた

3. 分析

3.1. 1日あたりの通話、メール送受信頻度

分析対象者の1日当たりの通話の頻度、並びにメールの送受信頻度の回答をクロスした結果を表4に示す。

表4 分析対象者の1日あたりの通話の頻度とメール送受信頻度のクロス集計表

		メール回数						合計
		0~4回	5~9回	10~14回	15~19回	20回以上	無回答	
通話回数	0~4回	84	161	82	29	89	1	446
	5~9回	1	12	10	14	12	0	49
	10~14回	1	0	2	0	1	0	4
	15~19回	0	0	1	1	0	0	2
	20回以上	0	0	0	0	0	0	0
	無回答	0	0	0	1	0	0	1
合計		86	173	95	45	102	1	502

通話の頻度に関しては偏りが見られ、「1:0~4回」が446名と9割近くを占めている。その一方、メールの送受信頻度に関しては、ばらつきが見られる。「2:5~9回」が173名と最も多く、次いで「5:20回以上」が102名、「3:10~14回」が95名となっている。

通話の頻度がメールの送受信頻度を上回る組み合わせの回答をした者はほとんど見られない(3名)。

通話の頻度が「1:0~4回」でかつ、メールの送受信頻度が「2:5~9回」という組み合わせが最も多く、全体の1/3近い161名となっている。こうしてみると、今回の調査対象の大学生のケータイ利用は、メールの送受信が多いと捉えられる。これは、従来の調査結果(三宅,2001;中村,2001bなど)とも一致するものである。

3.2. メール送受信頻度とケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面との関連性の分析

まず、分析対象者を、メールの送受信頻度の高い者と低い者とに分けた。メールの送受信頻度は、表4に示したとおりであり、通話ほどの偏りは見られなかった。送受信頻度は名義尺度で測定しているため、代表値として中央値(メジアン)を用いることとし、算出したところ2であった。すなわち「2:5~9回」が中央値である。そこで、中央値に従って、メールの送受信頻度高群(1日あたり10~14回、15~19回、20回以上と回答した者)と、同低群(1日あたり0~4回、5~9回と回答した者)に分けた。

逆機能的側面の得点については、それぞれを構成する3項目への回答の得点を合計して算出した。各項目は5ポイントスケールであるため、最低点は3点、最高点は15点である。

次いで、研究課題(RQ)1~4に従い、ケータイ・メールの送受信頻度の高低と、ケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面との関連を明らかにするため、分析を行った。t検定を用いて、メールの送受信頻度高群と同低群との間で、ケータイ・コミュニケーション逆機能的側面としての「逃避」「受動的対人関係」「束縛」「言語表現力の低下」の得点平均の比較を行った。その結果は表5~8に示すとおりである。なお、表6「受動的対人関係」と表7「束縛」については、送受信頻度高群と低群の分散の大きさが等質と見なせなかったため、ウェルチの法によるt検定を行った。

表5 メール送受信頻度高群と低群の「逃避」についてのt検定結果

	人数	得点平均	標準偏差	自由度	t値
メール送受信頻度高群	243	6.51	2.53	499	4.02***
メール送受信頻度低群	258	5.64	2.30		

*** p < .001

表6 メール送受信回数高群と低群の「受動的対人関係」についてのt検定結果(ウェルチ)

	人数	得点平均	標準偏差	自由度	t値
メール送受信頻度高群	243	6.86	2.11	492	0.00
メール送受信頻度低群	258	6.85	2.52		

n.s.

表7 メール送受信回数高群と低群の「束縛」についてのt検定結果(ウェルチ)

	人数	得点平均	標準偏差	自由度	t値
メール送受信頻度高群	243	10.02	2.31	493	4.49***
メール送受信頻度低群	258	9.01	2.72		

*** p < .001

表8 メール送受信回数高群と低群の「言語表現力の低下」についてのt検定結果

	人数	得点平均	標準偏差	自由度	t値
メール送受信頻度高群	243	9.02	2.94	499	3.43**
メール送受信頻度低群	258	8.14	2.83		

** p < .01

以上のように、研究課題1(表5)の「逃避」(t(499)=4.02, p<.001)、同3(表7)の「束縛」(t(493)=4.49, p<.001)、同4(表8)の「言語表現力の低下」(t(499)=3.43, p<.01)において、有意な差が認められた。いずれにおいても、メールの送受信頻度高群のケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面の実感度は、低群のそれよりも有意に高かった。同2(表6)の「受動的対人関係」については有意な差は認められなかった(t(492)=0.00, n.s.)。

おわりに

本研究の目的は、ケータイ・メールの送受信頻度とケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面を明らかに

かにすることであった。先行研究を参考に、4つの研究課題 (Research Questions) を設定し、その検討のために、大学生を対象とした質問紙調査を実施した。

メールの送受信頻度高群 (一日あたりの送受信頻度を10～14回、15～19回、20回以上と回答した者) と、低群 (0～4回、5～9回と回答した者) との間で、ケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面の得点平均の比較を行った。その結果、「逃避」($t(499) = 4.02, p < .001$)、「束縛」($t(493) = 4.49, p < .001$)、「言語表現力の低下」($t(499) = 3.43, p < .01$)の側面において有意な差が認められた (表5、表7、表8)。「受動的対人関係」については、有意な差は認められなかった (表6)。以下では、それぞれの研究課題の検証結果について考察する。

RQ1: ケータイ・メールの送受信頻度が高い者は、ケータイ・メールによるコミュニケーションを「逃避」と感じる度合いが高いことが示された (表5)。メールの利用はコンサマトリーなものが多いが (中村, 2001a; 中村, 2001b)、メール送受信頻度が高い者にとっての意味合いが、積極的な「気晴らし」というよりも、消極的な「逃避」(KatzとFoulkes, 1962)である可能性が示唆された。

RQ2: ケータイ・メールの送受信頻度の高低によって、「受動的対人関係」の度合いに差は認められなかった (表6)。従来の研究では、ケータイによって、対人関係は希薄化したというよりも、利用者ほど深い付き合いを好むという結果が示されている (橋元ら, 2000)。今回の調査対象者は、少なくともケータイによって対人関係が希薄化したとは感じていないようである。

RQ3: ケータイ・メールの送受信頻度が高い者は、少ない者と比較して、ケータイ・メールによるコミュニケーションに「束縛」を感じる度合いが高かった。従来の研究では、常に繋がる関係を築くことで、安心感を得るという順機能的側面が指摘される場合が多い。しかし、今回の調査では、メール送受信頻度が高い者は、「束縛」という逆機能的側面を感じている可能性が示唆された。

RQ4: ケータイ・メールの送受信頻度が高い者は、低い者と比較して、ケータイ・メールによるコミュニケーションに「言語表現力の低下」を感じる度合いが高い可能性が示唆された。

先行研究によれば、ケータイ・メールでは、基本的に口語表現が用いられる (三宅, 2005)。さらに顔文字、絵文字、さらにはギャル文字などが用いられる場合もある。よって、メール送受信頻度が高い者は、こうした表現を用いる機会が多いがために、メール送受信頻度が低い者よりも、正しい日本語が使えないと感じる度合いが高いのではなかろうか。

ただし、今回の調査では、文字、絵文字やギャル文字がどの程度用いられているのかを直接尋ねていないので、結果の解釈については慎重な議論が必要である。また、こうした表現の利用が、日本語の乱れを意味するか否かについては、また別の問題である。本研究で示されたのは、あくまで、送受信頻度と言語表現力の低下の実感度との関連にすぎない。

以上のように、メールの送受信頻度が高い者は、ケータイ・メールによるコミュニケーションの逆機能的側面としての「逃避」「束縛」「言語表現力の低下」を強く実感している可能性が示唆された。メールの送受信頻度が高い者は、低い者よりも、ケータイ・メールによるコミュニケーションにおいて、逃避的であったり、束縛を感じたり、言語による表現力が低いと感じている。

最後に、今後の課題について述べることにしたい。第1は一般化の問題である。今回得られたデータは、ランダムサンプリングに基づくものではなく、茨城県内の大学生を対象としている。よって、一般化するには継続的に調査をしていく必要がある。

第2に、独立変数の精査の問題がある。本研究では、メールの送受信頻度を用いたが、今後は利用の形態を変数に含める必要があると考えられる。例えば、実際にやり取りされるメールを内容分析し、顔文字や絵文字の実際の利用頻度とケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面としての「言語表現力の低下」との関連を明らかにすることが考えられる。

第3に、対人関係の希薄化の概念を精査した上での研究の必要性がある。

例えば、ケータイ・メールで積極的にやりとりする者は、孤独感そのものは少ないが (中村, 2002)、孤独を恐れる傾向は強い (中村, 2005)。同様の傾向は、辻 (2006) の研究でも見いだされている。ケータイ・メールによる

対人関係に孤独恐怖が関わるとすれば、そこには何らかの問題点があるおそれもあるだろう。

また、石井（2003）の調査では、携帯電話で結ばれた青少年の人間関係は、いつも繋がるという形式面では濃密ではあるが、内面的理解には至っておらず内容面では希薄であるとしている。斉藤（2001）や香山（2002）のように、若者の人間関係は、関係を回避するというよりも、繋がっているだけで満足し、それ以上の深さや濃さを求めないという指摘もある。対人関係の背後にあるこうした心理なども踏まえて、ケータイ・メール利用と対人関係の希薄化の問題を議論する必要もあるのではなかろうか。

第4に、ケータイ・コミュニケーションの順機能的側面と逆機能的側面の捉え方の問題がある。今回、ケータイ・メールによって「繋がる束縛感」という逆機能的側面を実感していることが示唆されたが、先行研究では「繋がる安心感」という順機能との関連が見いだされている。

今回の調査では、安心ではなく束縛を感じているのか、それとも両方を同時に感じる状態にあるのかについては明らかにされていない。テレビ接触においては、肯定的態度と否定的態度を同時に持つ「アンビバレンス」が存在するが（Steiner, 1963；布留と平田, 1969；Furu, 1971）、ケータイ・メールによるコミュニケーションにおいても同様のことがあるのか、今後検討すべき問題である。

こうした現状把握のためだけではなく、ケータイ利用者の傾向を捉える枠組みとしても「アンビバレンス」の検討は重要と思われる。ケータイ・コミュニケーションには、順機能的側面も逆機能的側面もある。しかしながら、一般的には、逆機能的側面が強調されがちである。新しいメディアは悪玉と捉えられることが多く、ケータイもその例に漏れないからである（羽瀨, 2002）。その一方、利用者に対する調査結果としては、順機能的側面が示されることが多い。一般論と実際の利用者の感覚との間に乖離があると言える。

この現象はメディア利用における「アンビバレンス」概念で説明可能である。Merton(1957)によれば、人は、アンビバレンスによる葛藤を逃れ、その原因を正当化するとしている。この傾向は、テレビ視聴行動にもみら

れる。Steiner（1963）は、テレビ視聴行動にアンビバレンスが生じた場合、そこから価値の葛藤が生じ、その葛藤から逃れようとして自分の視聴行動に何らかの理由づけをして正当化を図ることを示している。これに従えば、ケータイに対して順機能的側面と逆機能的側面を感じていると、アンビバレンスによる葛藤が生じ、それから逃れ正当化するために、ケータイ利用者は、順機能的側面を強調するのではなかろうか。

本研究によって、ケータイ・メール送受信頻度が高い者は、「逃避」「束縛」「言語表現力の低下」といったケータイ・コミュニケーションの逆機能的側面をより強く実感していることが示唆された。利用者自身の報告に基づく調査研究では、順機能的側面が示されがちであるが、本研究では、逆機能的側面を実感している可能性が示唆された。この結果は、対人関係を深めるなどのケータイ・コミュニケーションの順機能的側面を否定するものではない。順機能的側面と逆機能的側面があると捉えるべきなのである。今後は、ケータイの功罪をふまえて「ケータイ・リテラシー教育」についても、検討していきたい。

引用文献

- 阿久津喜弘（1976）. コミュニケーションの概念・モデル・類型. 阿久津喜弘（編）現代のエスプリ 110 コミュニケーション. pp.5-20.
- 電気通信事業者協会 HP <http://www.tca.or.jp/>
- 遠藤薫（2005）. モバイル・コミュニケーションと社会関係—携帯メールとパソコン・インターネットメールの比較を通じて—. モバイルソサエティレビュー 未来心理 1, モバイル社会研究所, pp.126-131.
- Fisher, C.S. (1982). *To Dwell among Friends: Personal Networks in Town City*. U.S.A. UCP.
- 富士通総研（2005）. 携帯電話の利用実態とニーズ分析 2005—多様化する利用スタイルとケータイビジネスの新たな視点. 富士通総研.
- Furu, T. (1971). *The Function of Television for Children and Adolescents*. Tokyo: Sophia University.
- 布留武郎・平田賢一（1969）. 家庭のテレビジョンに対

- する高校生の態度. 国際基督教大学学報 I-A 教育研究,14, pp.157-179.
- 古谷嘉一郎・坂田桐子 (2006). 対面, 携帯電話, 携帯メールでのコミュニケーションが友人との関係維持に及ぼす効果: コミュニケーションのメディアと内容の適合性に注目して. 社会心理学研究,22 (1), pp.72-84.
- Granovetter, M. (1973). Strength of Weak Ties. *American Journal of Sociology*,78, pp.1360-1380.
- 羽瀧一代 (2002). 青少年と新規メディア情報通信 i-Net 5号 数研出版, 8-11. <http://www.suken.co.jp/subject/jyoho/inet/inet05/inet05-2.pdf>.
- 橋元良明 (1998). パーソナル・メディアとコミュニケーション行動. 竹内郁郎・児島和人・橋元良明 (編) メディア・コミュニケーション論. 北樹出版, pp.117-138.
- 橋元良明・石井健一・中村功・是永論・辻大介・森康俊 (2000). 携帯電話を中心とする通信メディア利用に関する調査研究. 東京大学社会情報研究所調査研究紀要,14, pp.3-192.
- 橋元良明・小松亜紀子・栗原正輝・斑目孝司・アスラーク・カシヤブ (2001). 首都圏若年層のコミュニケーション行動-インターネット, 携帯メールを中心に-. 東京大学社会情報研究所研究紀要, 16, pp.94-210.
- イプシ・マーケティング研究所 (2006). 携帯電話の利用に関する調査 (IV) http://www.ipse-m.com/company/release/release_08.htm.
- 石井久雄 (2003). 携帯電話で結ばれた青少年の人間関係の特質-「フルタイム・インティメート・コミュニティ」概念をめぐる. 子ども社会研究,9, pp.42-59.
- 石川勝博 (2004). 「ケータイ・コミュニケーション」の逆機能に関する研究. 人間科学,21 (2), pp.39-50.
- 石川勝博 (2005). 「ケータイ・コミュニケーション」の逆機能に関わる要因の調査研究. 教育研究,47 国際基督教大学学報 I-A, pp.145-156.
- Ito, M., Okabe, D. and Matsuda, M. (Eds.) (2005). *Personal, Portable, Pedestrian: Mobile Phones in Japanese Life*. MIT Press.
- Katz, E., and Foulkes, D. (1962). On the use of mass media as "escape": Clarification of a concept. *Public Opinion Quarterly*, 26 (3), pp.377-388.
- 川浦康至 (2004). 日本のケータイ事情. コポマー, T. 川浦康至他 (訳) ケータイは世の中を変える. 北大路書房, pp.138-143
- 香山リカ (2002). 若者の法則 岩波新書.
- Kiesler, S., Siegel, J., and McGuire, T. W. (1984). Social psychological aspects of computer-mediated communication. *American Psychologist*, 39, pp. 1123-1134.
- Kiesler, S., Zubrow, D., Moses, A and Geller, V. (1985). Affect in computer mediated communication: an experiment in synchronous terminal-to-terminal discussion. *Human Computer Interaction*, 1, pp.77-104.
- 小林哲郎・池田謙一 (2004). インターネット利用は社会参加を促進するか～パソコン・携帯電話の社会的利用の比較を通じて～. 平成15年度情報通信学会年報, pp.39-49.
- 小檜山賢二 (2005). ケータイ進化論. NTT出版.
- コポマー, T. (2004). 川浦康至 他 (訳) ケータイは世の中を変える. 北大路書房.
- 栗原正輝 (2003). 若者の対人関係における携帯メールの役割. 情報通信学会誌,21 (2), pp.87-94.
- 松田美佐 (2000). 若者の友人関係と携帯電話利用-関係希薄化論から選択的關係論へ-. 社会情報学研究, 4, pp.111-122.
- 松田美佐 (2002). モバイル社会のゆくえ. 岡田朋之・松田美佐 (編) ケータイ学入門. 有斐閣, pp.205-227.
- 松田美佐・岡部大介・伊藤藤子 (編) (2006). ケータイのある風景 テクノロジーの日常化を考える. 北大路書房.
- 松田美佐・富田英典・岡田朋之・羽瀧一代 (2002). 若年層における移動体通信メディア利用と対

- 人関係の変容. 電気通信普及財団研究調査報告書, 17, pp.209-215.
- Merton, R. K. (1957). *Social Theory and Social Structure rev. ed.* Glencoe, IL: The Free Press. (森東吾他訳 社会理論と社会構造 1961, みすず書房)
- 三上俊治 (2004). メディア・コミュニケーション学への招待. 学文社.
- 三宅和子 (2001). ポケベルからケータイ・メールへ－歴史の変遷とその必然性－. 日本語学, 20 (9), pp.6-22.
- 三宅和子 (2005). 携帯電話と若者の対人関係. 橋元良明(編) 講座社会言語科学 第2巻メディア. ひつじ書房, pp.136-155.
- 仲嶋一朗・姫野桂一・吉井博明 (1999). 移動電話の普及とその社会的意味. 情報通信学会誌, 16 (3), pp.79-91.
- 中村 功 (2001a). 携帯メールの人間関係. 東京大学社会情報研究所(編) 日本人の情報行動 2000. 東京大学出版会, pp.271-303.
- 中村 功 (2001b). 携帯電話と変容するネットワーク. 川上善郎(編) 情報行動の社会心理学. 北大路書房, pp.76-87.
- 中村功 (2002). 携帯メールと孤独. 松山大学論集, 14 (6) <http://www.soc.toyo.ac.jp/media/faculty/nakamura/kodoku.htm>.
- 中村 功 (2005). 携帯メールのコミュニケーション内容と若者の孤独恐怖. 橋元良明(編) 講座社会言語科学 第2巻メディア. ひつじ書房, pp.70-84.
- 岡田朋之・松田美佐・羽瀧一代 (2000). 移動電話利用におけるメディア特性と対人関係－大学生を対象とした調査事例より－. 平成11年度 情報通信学会年報, pp.43-60.
- 岡田朋之・松田美佐(編) (2002). ケータイ学入門. 有斐閣.
- 太田一郎 (2001). パソコン・メールとケータイ・メール－「メールの型」からの分析－. 日本語学, 20 (9), pp.44-53.
- 齊藤 環 (2001). 若者のすべて. PHP 研究所.
- 宿南達志郎 (2005). 進化するメディア－携帯電話. メディア・コミュニケーション, 55, pp.79-97.
- 総務省(編) (2005). 平成17年度版情報通信白書. ぎょうせい.
- Steiner, G. A. (1963). *The People Look at Television.* New York: Alfred A. Knopf, Inc.
- 田中ゆかり (2001). 大学生の携帯メール・コミュニケーション. 日本語学, 20 (9), pp.32-43.
- 辻 大介 (1999). 若者のコミュニケーションの変容と新しいメディア. 橋元良明・船津衛(編) 子ども・青少年とコミュニケーション. 北樹出版, pp.11-27.
- 辻 大介・三上俊治 (2001). 大学生における携帯メール利用と友人関係 大学生アンケート調査の結果から. 第18回情報通信学会大会 2001 (平成13)年6月17日 個人研究発表配付資料. <http://www2.ipcku.kansai-u.ac.jp/~tsujidai/paper/r02/index.htm>
- 辻 大介 (2003). 若者における移動体通信メディアの利用と家族関係の変容「ケータイ」される家族関係のゆくえを探る. 21世紀高度情報化, グローバル化社会における人間・社会関係 関西大学経済・政治研究所研究双書 第133冊, pp.73-92
- 辻 大介 (2006). つながりの不安と携帯メール. 関西大学社会学部紀要, 37 (2), pp.42-52.
- 通信総合研究所 (2003). インターネットの利用動向に関する実態調査報告書 2002.
- 読売新聞 2005年5月19日号.
- 読売新聞 2006年6月12日号.

買収成立モデルに関する理論的考察 —ただ乗り問題解消の解明—¹

文堂 弘之

Hiroyuki Bundo

A Study on the Mechanism of the Free-rider Problem of Takeover Bids

After Grossman & Hart's seminal article in 1980, there has been a debate concerning why the free-rider problem of takeover bids does not occur. This paper surveys the controversy, and suggests a new approach to solve why the problem has been not occurred in the real business world. The paper concludes that the phenomenon should be explained from the gap of the target share liquidity valuation between acquirers and target shareholders based on the different time horizons of their investment.

I はじめに

本論文の目的は、買収の成立モデルに関する従来の研究を整理し、その特徴と限界を明らかにすることである。とくに、買収モデルを大きく進化させた画期的な理論である Grossman and Hart〔1980〕説の意義を明らかにするとともに、彼らが提起した“買収のただ乗り問題”の解消がその後の研究においていかに説明されてきたかを整理し、それらの意義と限界を明確にする。最後に、買収のただ乗り問題解消についての筆者独自の仮説を提起する。

ところで、買収成立モデルの分析・整理において重要な点は、ターゲット企業の株主の売却判断がどのように規定されているかを浮き彫りにすることである。しかし、この作業は必ずしも容易ではない。なぜなら、(とくに Grossman and Hart〔1980〕以前の説において)すべての理論モデルが株主の売却意思決定の問題に関

心を払って構築されてきたわけではなく、むしろそのようなモデルは少ないからである。

そこで本論文では、買収が株式の取引である点に注目する。すなわち、買収の実施には、対象となるターゲット企業の株式の取得者である買収者と、売却者であるターゲット企業の株主の両者がともに取得および売却の意思決定を下すことが必要となる。ただし、通常の場合、ターゲット企業の株主は買収取引の売却者となることを目的にその株式を所有することは稀である。つまり、買収者がターゲット企業の買収をオフアして初めて、ターゲット企業の株主は売却者の立場となる。したがって、買収が提示された時点において、一方の買収者はすでに買収(取得)の意思を持っているため、買収取引の成否は、最終的にはもう一方の売却者であるターゲット企業の株主の意思決定に委ねられている。それゆえ、いかなる買収理論モデルにおい

でも、暗黙のうちにターゲット企業の株主の売却意思決定について何らかの想定を行わざるを得ない。このような考え方にに基づき、次章以降、多くの買収理論のうち、とくに買収の成立について触れているものを取り上げ、それらがターゲット企業株主の売却意思決定についてどのような想定を行っているかを浮かび上がらせながら、各理論モデルの意義と限界を明らかにする。

II GH (Grossman and Hart) 説以前における買収成立モデル

第1節 GH 説以前における買収成立モデル

1. Marris 説における買収成立モデル

Marris [1964] は、Baumol [1959]、Williamson [1964] とともに、経営者支配説に基づいて企業行動を説明しようとする代表的な著作である。Marris [1964] の意義は、彼自らが指摘するように、「乗っ取りの理論 (a theory of take-over)」を初めて明確な形で発表したことにある²。Marris によれば、所有の分散に基づいた経営者支配企業における経営者も乗っ取りを狙う買収者 (raider) の脅威に晒されている。そこで、Marris の関心は、現在の経営者がいかなる状況をつくり出せば買収者からの侵略が起こらないかに注がれる。つまり、買収の起こりにくい「安全」な状態の条件を探ろうとするのである³。

この「安全」の条件は、ターゲット企業に対する市場の評価率が、ターゲット企業に対する買収者の評価率を上回ることとされる⁴。すなわち、

$$v_{im} > v'_{ij} \quad (1)$$

ここで、

v_{im} = 現在の経営者のもとの i 企業に対する市場評価率

$$v_{im} = (1 - r_{ii}) / (1 - r_{ii} + \pi_{ii})$$

r_{ii} = 現在の経営者のもとの i 企業の留保率

$\pi_{ii} = (k_{im} - p_{ii}) / p_{ii}$: 市場収益隔差

k_{im} = 現在の経営者のもとの i 企業の市場評価率

p_{ii} = 現在の経営者のもとの i 企業の収益率

v'_{ij} = 買収者 j の i 企業に対する有効評価率 (以下の v_{ij} について唯一決定される評価率⁵)

C_i = i 企業の純資産帳簿価額

T_{ij} = i 企業を j が最高価格で買うために必要となる支払い準備額

$v_{ij} = T$ を反映する評価率

$$v_{ij} = p_{ij} / k_{ij}$$

$$v_{ij} = T_{ij} / C_i$$

$k_{ij} = j$ の i に対する割引率

$p_{ij} = j$ が i を乗っ取った後に期待される収益率

なお、評価率とは、純資産帳簿価格に対する市場価値の比率であり、留保率は (当期) 利益に対する留保利益の比率、割引率は証券からの総収益の需要価格 (市場価格) に対する比率、収益率とは純資産に対する利益の比率とされる。Marris は v'_{ij} が 1、1 より大、および 1 より小の場合を考察しているが、ここで特に 1 の場合をみても、(1) が成立するためには v_{im} が 1 を超える必要がある。このためには $\pi_{ii} < 0$ 、すなわち、 $p_{ii} > k_{im}$ が求められることがわかる。他の場合ではやや状況が異なるが、いずれにしても、「安全」であるためには現経営者は少なくとも市場割引率よりも大きい (予想) 収益率をもたらず政策を続けなければならないと Marris は主張する。

以上の Marris 説における買収の成立条件の特徴は次の 2 つである。第 1 に、上記の説明から分かるように、Marris 説では買収の成立条件が直接的に示されているわけではない。ただし、「安全」か否かの区分は買収の起こりやすさを示しているので、これの逆 (すなわち、 $v_{im} \leq v'_{ij}$) を買収の成立条件とみなすことができる。ここで示されている条件は、現経営者のもとの市場の評価率と買収者の評価率との比較である。この評価率とは純資産帳簿価額に対する市場価値の比率である。買収が行われる前の純資産帳簿価額は現経営者にとっても買収者にとっても変わらない。したがって、Marris 説は、市場が評価した現経営者のもとのターゲット企業の企業価値 (株価) と、買収者が評価した買収後のそれとの比較において買収の成否が決定されるモデルであることが分かる。

なお、注意すべきは、ターゲット企業の評価する値 v'_{ij} である。これは、 $v_{ij} = p_{ij} / k_{ij}$ の条件より、買収後の期待収益率が買収者の用いる割引率で割り引いた

値である。そして同時に、 $v_{ij} = T_{ij} / C_i$ の条件より、ターゲット企業を買取者が最高価格で買うために必要な支払い準備額のターゲット企業の純資産帳簿価額に対する比率でもある。したがって、Marris説では、買取者は自らの予測する収益率と採用する割引率を反映した評価値が、買取時に支払う価格の上限であることが間接的に示されていることがわかる^{6, 7}。

第2に、Marris説における買取の評価主体は、買取者と市場であることが分かる。すなわち、ターゲット企業の経営者はあくまで市場によって評価される対象に過ぎないことである。さらに、Marris説では、ターゲット企業の株主は買取決定の当事者として認識されていない。この理由は、Marrisの関心が現経営者にとっての「安全」状態の解明にあるからと考えられる。この関心は、経営者支配企業の行動を分析・解明するというMarris [1964]の基本課題を反映しており、それゆえM&Aは現経営者とそれに脅威を与える買取者との対立の構図として描かれたといえる。

2. Gort説における買取成立モデル

アメリカにおいて買取や合併は必ずしも一定の頻度で発生しているわけではなく、「M&Aの波」あるいは「M&A運動」と呼ばれるように、ある時期において集中的に発生することはよく知られている⁸。このような買取・合併の歴史的な頻度を説明しようと試みたのがGort [1969]である。Gortの関心は、それまで数多く研究されてきた、独占力や規模の経済性などの買取や合併を行うことで達成しようとする利益源泉の説明にあるのではなく、歴史的な合併率 (merger rate: ある分野における企業数に対する買取件数の比率) の変動の説明にある。その考察の出発点として、Gortは買取・合併が起こる理由を、買い手と売り手の評価の差に求めるという考え方を提起する。これは、買取とは概して不動産や証券といった利益 (キャッシュフロー) を生み出す資産の取得と類似しているとの彼の発想を反映している。すなわち、非所有者 (買取者) による資産 (ターゲット企業) の評価が、所有者 (ターゲット企業の現在株主) のそれより高くなるとき買取が行われるのである。ただし、他の資産と異なり、企業の場合は所有者にあたる現在株主は複数とな

る。さらに企業の買取の場合には、必ずしもターゲット企業の全株主ではなく、支配権に相当するだけの数の株主の評価が潜在的な買取者のそれより低ければよいことになる。

さて、次に問題となるのは、このように売り手であるターゲット企業の (支配権相当数の) 株主の評価より潜在的買取者の評価が高くなる事態がどのように変動するのかである。これについてGortは、まず企業の普通株の評価はある分布状態になると仮定する。市場価格は限界株主によって決定され、また異なる評価をもつ個人の予算上の制約の相違によっても影響されるので、市場価格と全投資家の評価の平均との関係は導き出せない。しかし、現在の所有者の評価については、その分布は市場価格よりも右側にくるように表されるといえる。なぜなら、現在の所有者は自らの評価が市場価格よりも低いとみなせば売却するに違いないからである。なお、現在の所有者にもそれぞれ資金上の制約があるので、資産量とその構成にも限度が生まれる。これによって、非所有者の方が現在の所有者より高い資産価値の見積もりを行う可能性が生じる。すなわち、次の2つの条件が満たされる場合、資産取引が行われる。(1) 非所有者は、ある現在の所有者よりも高い資産価値見積もりを行う。(2) 買い手の「投資家余剰」(すなわち、買い手の資産価値の見積もりとその市場価格の差) がその予算制約内で買える他のどの資産から生じる投資家余剰よりも大きい。この2つの条件が、買取企業の経営者の評価とターゲット企業の支配権をもつ現株主の評価について満たされたときに、買取は起こるとGortは主張する。

さらに、Gortは、買取を引き起こす評価の差は経済的阻害 (economic disturbance) によって生じるとして、買取がなぜ歴史的に変動するのかを説明しようとする。すなわち、経済的阻害要因によって、個人の期待における秩序が攪乱され、その結果としてある非所有者の評価が現在の所有者の評価の右側にくる (上になる)。この経済的阻害要因によって将来の予測がより困難になることによって、評価の分散の程度が増加する。経済的阻害要因に該当するものは多岐にわたるが、最もよく見られるのは急速な技術変化と証券価格の変動であるとされる。このようにして、Gortは

評価の差から買収・合併の頻度の多寡を説明しようとするのである。

以上の Gort 説における特徴の第 1 は、買収の原因を資産の買い手と売り手の評価の差に求めた点である。これは、それまでの多くの買収・合併の分析がその利益源泉の説明のみに関心を払ってきたことと比べれば、大きな進展といえる。すなわち、従来の説明ではどうしても買収する側の動機にのみ関心が向けられてしまいやすく、もう一方の当事者である買収される側が軽視あるいは無視されてしまう。しかし、Gort 説の視点からは買い手と売り手がともに注目されることになる。Gort は買収の動機を、買い手と売り手それぞれが取引によって利益を得ることとしている。これは、上の説明から分かるように、売り手である現株主が持ち株を売却するときは、自らの評価よりも高い価格が買い手である非株主から提示されたときであり、したがって、売り手はその差額を取引による利益とし、これを動機として売却するというを示している。このことを買収の成立条件の点から考えれば、Gort 説は、売却者であるターゲット企業の株主を買収成立に関わる当事者として明確に位置づけたといえる⁹。これは、Marris 説では認識されていなかった点である。さらに、ターゲット企業の株主に光を当てたということは、単に買収の当事者というだけでなく、当然ながらターゲット企業に対する評価主体としての位置づけもターゲット企業株主に与えたこととなる。これも、買収者と市場を評価主体と想定している Marris 説にみられなかった点である。

第 2 に、ターゲット企業の評価の差が生じる原因を将来の利益流列に対する期待の相違と、期待利益に関わるリスクの相違に求めた点である。これは、企業の買収を、利益（キャッシュフロー）を生み出す資産であるターゲット企業（の株式）の取得とみなす Gort の基本的な視点を反映したものと見える。すなわち、資産の価値はその生み出す利益流列の期待値と、それを現在価値に換算する割引率によって決定される考え方に対応するものである。

第 3 に、投資家および株主は、それぞれ異なる評価をもっていることを明示し、さらに、この見解をもとに、ある企業の市場価格はその現在のすべての株主に

よる評価値よりも低いことを指摘した点である。これらの指摘は、Gort 説では経済的阻害要因が個々の投資家の評価を乱し、それによって所有者の交代が起こりうることを説明するために行われている。しかし、買収の成立条件の点から考えると、この Gort の指摘には意味がある。なぜなら、ターゲット企業の株主の売却意思決定を考察する際に、買収者から彼らに支払われるプレミアムは重要な論点のひとつだからである。すなわち、ターゲット企業の株主それぞれがもつ主観的なターゲット企業の評価値とプレミアムの大小が売却判断に影響を与えうることが十分に考えられる¹⁰。

3. Mueller 説における買収成立モデル

1960 年代のアメリカにおいて顕著に行われた M&A の形態は、買収する企業とされる企業の事業に何ら関連性を見出せない、いわゆるコングロマリット型買収であった。従来の買収・合併に関する理解ではこれに対して有効に説明できなかったことから、様々な理論的説明が試みられた。その中で注目される説明を提起したのが Mueller [1969] である。Mueller は、コングロマリット買収を説明するために、従来の企業・財務理論の前提であった株主の富極大化仮説を外し、新たに成長極大化仮説を前提に置いた。ただし、この説明の順序として Mueller は、はじめに M&A 一般の成立条件を示し、それが株主の富極大化仮説を前提にするとコングロマリット買収については成立しえないと主張する。これに対し成長極大化仮説のもとではコングロマリット買収であってもこの条件が成立することを示すのである。Mueller の説明の概略は次のとおりである¹¹。

まず、買収企業の経営者がその株主に支配されていて、この経営者は株主の富極大化（利益極大化）を目的にし、両者の期待は同じである場合、ターゲット企業の需要価格（買値）は、買収後における買収企業の期待利益増加額の現在価値となり、この割引率には株主のそれが用いられる。一方、ターゲット企業の供給価格（売値）は、こちらも同様にターゲット企業が株主の富極大化目的である場合、その期待利益流列の現在価値であり、この割引率にはターゲット企業の株主のそれが用いられる。つまり、まず買収企業とターゲ

ット企業のどちらも株主の富極大化目的であると仮定するのである。

ここで、買収企業をA、ターゲット企業をB、買収後の企業をCとし、さらに、

$D_A = A$ によるBの需要価格

$S_B = B$ の供給価格

$\Pi_{Bt}^A = A$ の株主が予想するt期のBの期待利益

$K_B = B$ の株主の割引率

とすると、次の条件においてAはBを買収する。

$$D_A = S_B$$

ここで、

$$D_A = \sum_{t=0}^{\infty} \{ (\Pi_{Ct}^A - \Pi_{At}^A) / (K_A + 1) \}^t$$

$$S_B = \sum_{t=0}^{\infty} \{ \Pi_{Bt}^B / (1 + K_B) \}^t$$

以上のような条件設定をした後、Muellerは、この条件が満たされるのは、次の3つの場合だとする。(1) A、B両社の期待利益流列が同じで、A社の株主が用いる割引率がB社株主のそれより小さい場合、すなわち、すべてのtについて $\Pi_{Ct}^A - \Pi_{At}^A = \Pi_{Bt}^B$ で、 $K_A = K_B$ の場合、(2) A、Bの両株主が用いる割引率は同じで、B社の期待利益についても同じに見込むが、買収後にシナジー効果が見込まれることにより、C社の期待利益増加が、買収しなかった場合のB社の期待利益を超える場合、すなわち、 $K_A = K_B$ 、 $\Pi_{Bt}^B = \Pi_{Bt}^A$ 、および、あるtについて $\Pi_{Ct}^A - \Pi_{At}^A > \Pi_{Bt}^B$ の場合、(3) A、B両株主が用いる割引率が同じで、またシナジー効果は見込まれないが、A株主の見込むB社の期待利益がB株主の見込むそれをを超える場合、すなわち、 $K_A = K_B$ 、 $\Pi_{Ct}^A - \Pi_{At}^A = \Pi_{Bt}^A$ として、あるtについて $\Pi_{Bt}^B > \Pi_{Bt}^A$ の場合である。ところが、Muellerは株式市場の調整的な機能によってA、Bの株主の割引率および期待利益が異なることはあり得ず(この説明については後述)、したがって、この条件が成立するのはシナジー効果があると(2)の場合のみであると主張する。ここで、コングロマリット買収には一般的なシナジー効果は見出せないことが問題となる。ただし、Muellerは、一般的なシナジー効果がなく、経営者が株主の富極大化を目的としても買収は起こりうるとする。それは、買収企業の経営者が見込むター

ゲット企業の期待利益の方が、ターゲット企業の経営者および株主が見込むそれより大きい場合である。具体的には、買収者がターゲット企業に潜在化されている経済力を見抜く能力が大きい場合である。ただし、これもいわゆる経営管理能力シナジーであり、これによってすべてのコングロマリット買収が説明されうるかとの疑問を持たざるを得ない。

そこで、最後にMuellerは、代わりに買収企業の目的が成長極大化であると考えた場合、コングロマリット買収も十分に説明できると主張する。すなわち、買収後のシナジー効果もなく、経営者と株主が買収後の利益流列に対して同じ期待をもっていたとしても、買収企業の経営者がターゲット企業の売り手(経営者と株主)より低い割引率を採用するのであれば、買収は成立しうる。こうなるためには、買収企業の経営者が成長極大化を目的とし、ターゲット企業の売り手が株主の富極大化を目的としている場合である。つまり、株主の富極大化を目的としている企業の市場価値は、成長極大化を目的とする企業の経営者がその企業に対する現在価値より常に低くなる。なぜなら、その割引率が市場(限界株主)のそれよりも低いからである。この結果、成長極大化を目指す経営者にとっては、株主の富極大化を目指す企業はすべて買収の対象となりうるとMuellerは考えるのである¹²。

以上のように、Mueller説では、その展開の中で企業目的の前提を修正するという大がかりな変更が行われている。しかしその一方で、実は買収の成立条件についての基本的な見方はまったく変更されていない。すなわち、ターゲット企業に対する買収者の需要価格と、ターゲット企業の供給価格を比較するという買収成立の条件は一貫している。条件式より、需要価格とは、買収後におけるターゲット企業の期待利益(買収後の新企業の期待利益から買収企業のそれを引いたもの)を割り引いた現在価値であり、供給価格とは、現在のターゲット企業の期待利益を割り引いた現在価値である。買収者の需要価格がターゲット企業の供給価格を上回るか等しいときに買収が成立する。したがって、この点は前に見たGort説と同じなのである。

しかし、Mueller説の特徴的な点は、これらの価格を見積もる際の評価主体として、買収企業の経営者が、

その株主とは区別して新たに注目されていることである。すなわち、買収企業にはターゲット企業を評価する主体が経営者と株主の2者いることになる。これは、Gort説と一線を画する点である。すなわち、Gort説ではターゲット企業の評価主体として現所有者か非所有者すなわち潜在的な買収者かのどちらかのみが注目されているため、買収企業の内部をさらに区別する考えはない。ただし、ここで考えなければならないことは、このようなMuellerの新たな試みが、本論の課題である買収の成立条件の検討に際して、いかなる意味を持つかである。そこで、以下ではMueller説において経営者の登場がどのような役割をもっているかを検討しよう。

まず気づくことは、この新たな評価主体の登場は企業目的の仮説を修正する過程の中で展開されている点である。すなわち、はじめは、株主の富極大化仮説の枠内で、経営者は株主と同様の期待をもち同様の割引率を採用することが前提とされている。したがって、そこでは経営者独自の見積もりはなくすべてが株主による見積もりである。つまり、買収と売却の評価主体は株主であり経営者は登場しない。次に株主の富極大化仮説の枠内において、経営者が株主とは異なる期待をもつ場合が想定されている。ただし、そこでは株主の富極大化仮説の枠内であるために、いまだ割引率については経営者と株主の採用するそれは同じである。したがって、割引率については株主の用いるものしか登場しない。最後に、株主の富極大化仮説の前提が外され、成長極大化仮説の考え方が導入される。これによって、はじめて株主の用いるものより低い割引率を経営者が用いる場合がありうることが提起されるのである。このように、Mueller説の展開においては、経営者の登場は企業目的の仮説の修正に相伴いながらなされている。これは、Mullerの関心がシナジー効果を見出しにくいコングロマリット買収をいかに説明するかにあり、成長極大化仮説もこのために導入されたことによると考えられる。

ただし、この経営者の存在がMueller説の買収成立の点でいかなる役割を持っているかを考えたとき、実は企業目的の修正の問題はその不可欠な条件ではないことが分かる。というのは、前述のように、Mueller

が株主の富極大化仮説をはずして成長極大化仮説を導入した理由は、買収企業の経営者がターゲット企業の売り手より低い割引率を採用する状況をつくり出すためだからである。したがって、端的にいえば、Mueller説における企業目的の仮説の修正という手続きは、ターゲット企業の株主の割引率とは異なる割引率を用いる主体を登場させるための単なる方策にすぎないといえる。

では、なぜMuellerはこのような手続きを取る必要があったのか。それは、前述したように、Mueller説においては市場取引の迅速性¹³が想定されていることによって、すべての株主の割引率さらには期待利益までも等しくなるとの見解がとられているからである。これによって、買収成立のための需要価格≧供給価格を満たすために、株主以外の評価主体を見出さざるを得なくなったのである。

つまりこういうことである。Mueller説では、買収成立の条件となる需要価格および供給価格はどちらも、評価主体（条件では、買収企業およびターゲット企業の株主）が見込む期待利益をその割引率で割引いた現在価値とされている。したがって、割引率と期待利益が買収の成立条件を決定する要素である。つまり、評価主体の相違によってこれらの差が生じることによって、需要価格と供給価格にも差が生じるのである。その具体的な場合を示したものが、前述の(1)(2)(3)の3つの場合であるが、Muellerはこのうち割引率の差を示した(1)および期待利益の相違を示した(3)が成立しないことを次のように示す。すなわち、Aの限界株主がBの限界株主より低い割引率をもつとしたら、Aの限界株主にはB社株式が過小評価されていると考えるだろう。これによって、Aの限界株主はB社株式を買い始める。株式の売買は迅速に行われるため、このような鞆取り過程の結果、これらの限界株主間の割引率は等しくなる。したがって、どんなに小さな割引率の差があったとしてもそれは買収の原因となりえない。さらに、割引率だけでなく株主間の期待の差にも同じことがいえる。すなわち、株主間でポートフォリオの調整が行われるため、Bの限界株主が見込むのと同じようなA社に対する期待利

益をAの限界株主がもつようになる、とMuellerは主張するのである。株式市場のこのような機能を想定することによって、結局のところ、Mueller説では株主間の割引率および期待利益の差は生じないと理解される¹⁴。この結果、買収成立のためには、株主以外の評価主体が必要となる。つまり、Muellerは、株主と異なる評価を行う経営者を持ち出すことによって、それと株主との間での期待利益および割引率の差が発生する状況を新たにつくりだしたといえる。このように、Mueller説は、まず株主間での割引率および期待利益の差を否定したことによって失った異なる評価主体を、新たに経営者を登場させることによって代替的に補ったにすぎないといえる。

ここで、Gort説との関連の議論に戻ろう。以上から言えることは、買収成立の点からみた場合、Mueller説はGort説の代替であるとみなしうることである。すなわち、Gort説は株主間の評価要素(割引率と期待利益)の差を認め、そこから買収の成立条件となる評価値の差を導いたのであるが、Mueller説は株主間の差がないことを前提としたため、代替的に経営者と株主との間の評価の差を用いた。どちらも、評価値の差によって買収が起こると考える点では同じであるが、それをもたらす評価主体が異なるのである¹⁵。

以上のようなMueller説の問題点として、次の2点が挙げられる。第1は、ターゲット企業の現株主と市場の一般投資家とが区別されていない点である。すでに述べたように、Mueller説では株式市場の調整機能を重視することにより、ターゲット企業や買収企業を含むどの企業の株主も、すべての企業について割引率さらには期待利益も同様にもつようになるとしている。こう考えた結果、他の多くの投資家はある企業Aの株を所有していないのに、なぜA社の株主は所有しているのかという問題に何らの回答を示さないことになる。買収の成立を考察する際に、この点は重要である。なぜなら、売却判断を行うのは、ターゲット企業の株式を所有していない市場の一般投資家ではなく、それを所有している現在の株主であるからである。したがって、両者は明確に区別されなければならない。

第2は、ターゲット企業の売り手として、株主と経営者が並列にとらえられている点である。この理

解は、売却の最終的な決定者がターゲット企業の株主である事実を過小評価することにつながりうる。たしかに、買収者のオファは、TOBを通じて直接株主に提示される場合と、経営者を通じて間接的に株主に提示される場合とがある。後者は、まず経営者に打診され、それに賛成した経営者から株主総会で株主に提示される場合である。この2つの場合で株主の判断が異なることは十分に想定されることであり、株主の売却判断を分析するうえで重要な点でありうる¹⁶。しかし、Mueller説では、2つの場合の差がなぜ起こりうるかについて何も説明されていない。

4. Steiner説における買収成立モデル

買収や合併に関する研究において、主要な論点の一つとなっているのはその動機についての研究である。この買収・合併の動機と買収の成立を多様な側面から理論的・実証的に分析したのがSteiner [1975]である¹⁷。Steinerは、従来の単一動機説を批判して複数動機説を唱えているが、その中では、買収に関わる当事者、とくに株主と経営者の態度の種類によって買収の成否がいかに影響されるかが主要な分析課題となっており、この部分が本論の課題に関わっている¹⁸。

この分析を進める際に、Steinerは始めに基本モデルとして経営者と株主の間で利害の対立がない場合、すなわち買収企業およびターゲット企業もともにその株主が意思決定者である場合を想定し、その場合における買収の成立条件を定義する¹⁹。その際、ターゲット企業および買収企業の株式を買収後の新企業の株式と交換する株式交換のTOBが想定される。なお、買収企業およびターゲット企業の経済的利益とはその株主の利益とみなされ、また、買収は両企業にとって財務的にメリットのある場合にのみ起こるものとする。さらに、両企業の株主もともに意思決定に十分な影響を持つ同質的なグループ(homogeneous group)であると仮定する。以下では、ターゲット企業をS社、その発行株式数を n_s 、その市場価格を p_s とし、買収企業をB社、その発行株式数を n_B 、その市場価格を p_B とし、買収後に両社を結合して形成される新企業をC社、その市場価格を p_c とする。また、C社株式1株に対するB社株式の交換株数は1株、S社株式の交換

株数は k 株とする。

ターゲット企業 S の株主が TOB に応じるためには、買収前の持ち株と交換して彼らが得る C 社株の価値 (v_{sc}) が、交換によって手放した買収前の S 社の持ち株の価値 (v_s) に、彼らが見積もる取引コストおよび交換にともなうリスク (γ_s) を勘案した値を超えなければならない。したがって、次の不等式が売り手側の買収成立の条件となる。

$$v_{sc} > v_s (1 + \gamma_s) \quad (1)$$

v_{sc} は S 社株主が持ち株と交換に得た C 社株式の価値であり、 v_s は買収前の彼らの S 社持ち株の価値であるから、次のように表すことができる。

$$v_{sc} = k n_s p_c$$

$$v_s = n_s p_s$$

ただし、Steiner は、これらにそれぞれ乗数 a_{sc} 、 a_s をつける。したがって、上の 2 式は次のように書き直すことができる。

$$v_{sc} = a_{sc} k n_s p_c$$

$$v_s = a_s n_s p_s$$

ここで、 a_{sc} とは、 S 社株主がその S 社持ち株と交換して得る C 社株式の価値 ($k n_s p_c$) に対する評価係数である。同様に、 a_s とは、 S 社株主が交換によって手放す S 社持ち株の価値 ($n_s p_s$) に対する評価係数である。通常は、 $a_{sc} = a_s = 1$ と仮定されるのだが²⁰、Steiner はこの評価係数の役割を重視する。すなわち、 v_{sc} は C 社株式の価値総額の一部であり、 v_s は S 社株式の価値総額であるが、どちらも S 社株主が評価する値であり、実際の時価総額とは必ずしも一致していない。むしろ、実際の市場価格よりも株主はその株式価値を高く評価していると考えられる²¹。これにくわえて、投機的な動機を考慮に入れようとするれば、市場価格とは異なる株主の評価を係数 a_{sc} および a_s として、 v_s に盛り込む必要があるのである²²。したがって、 a_{sc} と a_s は 1 より大きいことも小さいこともある。

したがって、(1) は次のように表すことができる。

$$a_{sc} k n_s p_c > a_s n_s p_s (1 + \gamma_s) \quad (2)$$

これを変形すると、

$$a_{sc} / a_s \cdot k \cdot p_c / p_s > (1 + \gamma_s) \quad (3)$$

ここで、 C 社の株価 (p_c) について考えてみると、 C 社の発行する株式数の合計は、仮定より交換比率が

B 社株式に対して 1 対 1、 S 社株式に対しては 1 対 k であるので、($n_B + k n_S$) となる。さらに、 C 社の時価総額は、 B 社と S 社の時価総額 ($n_B p_B + n_S p_S$) を基本的に反映している。したがって、

$$p_c = a \{ (n_B p_B + n_S p_S) / (n_B + k n_S) \}$$

ただし、 a は市場がこの合併をどのように評価しているかを示す、一般投資家シナジー係数 (public synergism coefficient) とされる。これは、合併によって実現すると市場が見込む様々なシナジー効果を反映させるための係数である。重要な点は、 a が合併に対する市場 (一般投資家) の見解を株価に反映させるものであり、当事者企業の内部者のそれを反映させるものではないことである。したがって、 p_c は、シナジー効果を捨象した、単なる合併前の B 社と S 社の時価総額合計にもとづいた株式価値 ($\{ \}$ の内側の数値) に、市場が見込むシナジー効果を反映させた数値であるといえる。

(4) を (3) に代入すると、 $p_B = p_S = 1$ より、

$$a_{sc} / a_s \cdot k \cdot \{ (n_B + n_S) / (n_B + k n_S) \} > (1 + \gamma_s) \quad (5)$$

(5) 式の右辺は、ターゲット企業の株主にとってのコスト (買収前評価額 1 ドルあたり) を示している。左辺は、同じ単位あたりの利益を表している。ターゲット企業の株主の売却判断においてより重要なのは右辺である。まず a_{sc} / a_s は、買収前のターゲット企業の株主にとっての持分の市場価値に対する彼らの評価と、買収後のそれとの比率である。これが 1 より大きければ、彼らは、買収前の持分の市場価格に対して彼らが行っていた評価よりも、買収後の持分の市場価格に対して高く評価したことになる。つまり、 a_{sc} / a_s は買収前後の内部者の評価を表している。

次に、 a は市場の評価を表す。これが 1 より十分大きければ、買収成立の条件が満たされる。つまり、買収の結果として生じる実際上のあるいは投機的な利益 (を市場が見込むこと) によっても、ターゲット企業の株主は買収に賛成しうる。

さらに、 k は、ターゲット企業の株主へのプレミアムの有無を表す。すなわち、先に述べた $p_B = p_S = 1$ の仮定および買収企業株式と新企業株式との交換比率が 1 対 1 であることから、 $k > 1$ であれば、株式交換

によってターゲット企業の株主が得たC社株式の価値は、交換前のS社株式の価値を超えうる。

{ } 内の数値は、買取前のB社とS社の発行株式数の合計 ($n_B + n_S$) に対して、買取後のC社の発行株式数 ($n_B + k n_S$) が増加することによって、株式の希薄化が生じることを表している。ただし、希薄化を生じさせる $k n_S$ は、ターゲット企業の株主にとっては受け取る株式数の増加を意味している。したがって、ターゲット企業の株主は希薄化によって不利益を被ることはない。

次に、買取企業側の買取成立の条件についてであるが、買取企業の株主がB社の持ち株と交換して得られる新企業C社の株式数は n_B であるから、次のように表せる。

$$a_{BC} n_B p_C > a_B n_B p_B (1 + \gamma_B) \quad (6)$$

これは、(2) 式の株式数と添え字が異なるだけである。したがって、 $p_B = 1$ の仮定と (4) より、次のように整理できる。

$$a_{BC} / a_B \cdot a \cdot \{ (n_B + n_S) / (n_B + k n_S) \} > (1 + \gamma_B) \quad (7)$$

以上の (5) および (7) の買取成立条件を簡略化するため、まず、次のような処置をとる。

$$(1 + \gamma_S) = D_S (1 + \gamma)$$

$$(1 + \gamma_B) = D_B (1 + \gamma)$$

これは、買取の阻止要因である右辺を内部者要因と外部要因に区別して表現したものである。 $(1 + \gamma)$ は、買取の両当事者企業の株主にとって共通の外的阻止要因であり、 D_S 、 D_B は両企業それぞれの内部者コストである。 D_S 、 D_B は1以上と仮定される。

さらに、次のように定義する。

$$A_S = a_{SC} / a_S$$

$$A_B = a_{BC} / a_B$$

$$Y = (n_B + n_S) / (n_B + k n_S)$$

これらより、(5) および (7) は次のように書き換えることができる。

$$A_S / D_S \cdot a / (1 + \gamma) \cdot k Y > 1 \quad (5)'$$

$$A_B / D_B \cdot a / (1 + \gamma) \cdot Y > 1 \quad (7)'$$

ここで、この2式について注意すべき点として、Steiner は次の3つを挙げる。第1に、どちらにも同じ項 ($= a / (1 + \gamma)$) が用いられていることである。

これは、まず a については、外部者である市場の評価するシナジー効果の値がターゲット企業と買取企業の株主の双方にとって買取を促進させる要因であることを示している。反対に、外的な阻止要因である $(1 + \gamma)$ は、双方の株主にとって買取を抑制させる要因であることを示している。 Y は希薄化係数であり、常に1より小さいが、ターゲット企業に対する買取企業の規模が大きいくほど、買取に対する不利益さは小さくなる。

第2に、ターゲット企業の株主へのプレミアムを示す k が (5)' にはあるのに (7)' にはみられないことである。ただし、(7)' においても Y の分母に含まれている。したがって、 k が増加すればターゲット企業の株主にとっては買取の魅力が大きくなる一方で、買取企業の株主にとっては魅力は小さくなる。

第3に、買取の利益と損失に対する内部者の評価 (A_S / D_S 、 A_B / D_B) が買い手と売り手とで著しく異なる可能性があることである。たとえば、TOB が失敗して支配権を取得できなかった場合、買取企業の株主は、支配権を取得することによって予測される利益を実現できないにもかかわらず、支配権に満たないターゲット企業の株式をプレミアム価格で買ってしまったことになる。このように取得したターゲット企業の株式は後に損失を伴って換金することとなりうる。この損失の期待値が D_B に含まれる²³。

以上のような Steiner 説の基本的な考え方は、買取の前後においてターゲット企業および買取企業の株主の持分価値がどちらも増加すると見込まれるときに買取は成功するというものである。この Steiner 説の特徴の第1は、ターゲット企業の株主が買取後の自らの持分を評価することが盛り込まれている点である。すなわち、(2) 式にあるように、ターゲット企業の株主がその持ち株と交換して得る買取後企業の株式の価値に自らの評価を勘案した値 ($a_{SC} k n_S p_C$) が、買取前の彼らのS社持ち株の価値に自らの評価と取引コストやリスクを勘案した値 ($a_S n_S p_S (1 + \gamma_S)$) を上回ることが売り手側の条件になっている。つまり、この点に限定して極言すれば、Steiner 説では、ターゲット企業の株主が買取前と買取後のターゲット企業の価値を評価しているのである²⁴。(5) 式にみられる、買取前後におけるターゲット企業の株主の評価比率

(a_{sc}/a_s) はこれを端的に示したものである。従来の説では、これまでみてきたように、ターゲット企業の買収後の価値を評価する主体としてターゲット企業の株主は認識されていなかった。

この理由は、Steiner 説が株式交換の TOB を想定していることにある。株式交換の買収および合併では、買収後の企業が一つになりターゲット企業の株主にはその持ち株と交換に新設企業（あるいは買収企業）の株式が支払われる。ここで注意すべき点は、この株式は、ターゲット企業および買収企業の総体の買収後、すなわち将来の価値を反映することになる点である。これは、ターゲット企業の株主は買収前にはターゲット企業の株式の価値を自らで評価していたのと同様に、今度は買収後の新設企業株式の価値についても評価しなければならないことを意味する²⁵。したがって、株式交換の買収ではターゲット企業の株主は買収後のその持分価値を自ら評価することとなる。

なお、Steiner 説では、ターゲット企業の株主にとっての買収成立条件それ自体は、単に彼らの評価のみで構成されるわけではない。その構成要因の中で注目すべきは、市場の評価 (a) である。これが売り手株主にとっての成立条件に含まれているということは、買収に対する自らの評価だけでなく、一般投資家が買収シナジー効果をどれだけ見込むかという点さえもターゲット企業の株主が評価するということを意味する。これは、Steiner 説が買収当事者の動機として投機的な動機をも盛り込もうとしていることを反映している。

第 2 は、買収の成立条件を売り手側、すなわちターゲット企業の株主と、買い手側、すなわち買収企業の株主の 2 つに分けている点である。これも、これまでの説ではみられなかった点である。買収には売り手と買い手双方の同意が必要であることから、両者それぞれの条件を設けることは不可欠である。

しかし、注意すべき点は、Steiner 説においては買収企業側が評価しているのは直接的にはターゲット企業の価値ではないことである。すなわち、買収企業の株主にとっての買収成立条件は、基本的には買収企業の価値が対象となっているのである。(6) 式はこれを端的に表している。すなわち、(6) の右辺は買収企業

の価値に買収企業の株主による評価と取引コストやリスクを勘案した値であり、左辺も買収企業の株主が交換によって受け取る株式の価値に自らの評価を勘案した値を表している。これは、これまでの説においては、買収企業がターゲット企業の買収後の価値を評価していたのと異なる。すなわち、先に述べたように、Steiner では初めてターゲット企業の株主がターゲット企業の買収後の価値を評価する主体として認識されたのであるが、代わりにそれまでの説でこの役割を担っていた買収企業などは無視されている²⁶。

第 3 に、買収の際に見出される価値増加の分配決定の問題が考察されていることである。本来、買収は現時点では顕在化していないターゲット企業の価値の増加を買収者が見込んでそれを実現しようとして行われる。このターゲット企業の価値増加を実現できれば、買収者はその分を自らの利益とすることができる。ただし、ターゲット企業の現在の株主に売却を誘引するため、この期待利益の一部をターゲット企業の株主に分配する。これがプレミアムである。通常、買収者がターゲット企業の株主に提示した価格のうち現在の市場価格を超える額がこれに当たる。プレミアムを大きくすればターゲット企業の株主に分配される利益は大きくなるが、反対に買収者に分配されるそれは小さくなる。したがって、買収者の提示する価格は、買収者とターゲット企業の株主の利益分配を決定する機能をもっており、両者を関連させる連結管であるといえる。

ただし、Steiner 説では株式交換の買収が想定されているため、この分配決定機能は買収者の提示した価格ではない。その代わりは株式の交換比率である。これは、株式交換の買収では、買収によって見込まれるターゲット企業の株主への価値増加の分配が、彼らの持ち株の新企業株式への交換を通じて行われるからである。つまり、買収前におけるターゲット企業の株主の持分価値より、交換によって得た買収後企業の株式価値が上回った分がプレミアムとなる。Steiner 説では、交換比率 $k > 1$ であることが想定され、これが持ち株の交換の際にターゲット企業の株主へのプレミアムになるとされている。したがって、Steiner 説では、買収前後において見込まれる価値増加の分配決定の問題が考察の範囲内に置かれている。

しかし、ここで次の点に注意が必要である。第1に、 k をターゲット企業の株主へのプレミアムとするSteinerの説明には様々な限定が置かれていることである。すなわち、 $p_B = p_S = 1$ の仮定、および買収企業株式と新企業株式との交換比率が1対1という設定である。これらを外した場合、 $k > 1$ であっても必ずしもターゲット企業の株主による持ち株の交換がプレミアムを伴うことにはならない。第2に、Steiner説は必ずしもターゲット企業の株主へのプレミアム支払いを必要条件とはみなしていないことである。これは、(4)式の右辺が k だけでなく、 a_{SC}/a_S 、 a 、 $\{ (n_B + n_S) / (n_B + k n_S) \}$ によって構成されていることから分かる。したがって、Steinerの条件式からは $k \leq 1$ であっても、買収が成立することになる²⁷。

以上から分かることは、Steiner説では、買収が成立するための k の値の範囲は何か、という点は何ら考察されていないことである。これは、Steinerのモデルが、買収による価値増加の分配問題について十分ではなく、次章でみるGH説のモデルとは異なり、この分配問題が買収の成否の決定要因としてそれほど重視していないことを意味する。

第4に、Steinerは株式交換の買収という特殊ケースを取り扱っているということである。Steinerは買収成立の条件を考察するためにTOBにおける売り手、買い手の条件を取り上げたわけであり、これについては筆者も異論を挟むものではないが、TOBの中で株式交換はかなり稀なケースである。したがって、より一般的で、分配あるいはプレミアム支払いの仕組みの異なる現金支払いTOBに注目した成立条件の説明が望まれる。

第2節 GH説以前における買収成立モデルの特徴

以上みてきたように、GH説以前の買収理論における買収成立モデルは様々である。これは、それぞれの理論が独自の問題意識から買収について理論化を試みてきたからだといえる。しかし、そこには買収成立の条件を考察する際に不可欠ないくつかの点について以下のような3つの共通点を見出すことができる。

第1に、買収成立の条件の基本的な特徴について次

のような共通点がある。すなわち、いずれのモデルにおいても、買収成立の条件はターゲット企業の価値についての評価の差を含んでいるということである。それぞれをあげれば、Marris説においては、現経営者のもとでの市場の評価と買収者の評価の差（評価値は純資産帳簿価額に対する市場評価の比率）、Gort説においては、ターゲット企業の現株主と潜在的買収者の評価の差（評価値は期待利益と割引率）、Mueller説においては、買収企業の経営者と株主の間の評価の差（評価値は期待利益と割引率）、Steiner説においては、ターゲット企業の株主による買収前後の評価の差（評価値はターゲット企業株主の持分価値）である。そして、当然ながらこれらの低い方の値の評価主体はターゲット企業の株主（を含むもの）であり、また、Steiner説を例外とすれば、高い方の値の評価主体は買収者である²⁸。

このことは、これまでの理論モデルにおいて、(1)ターゲット企業の株主、そして(2)買収者について次のような基本的な認識が想定されていたことを示唆する。すなわち、まず(1)ターゲット企業の株主は現在の評価値（市場価格など）よりも、買収者が見積もった高い評価値に応じて持ち株を売却するということである。換言すれば、買収成立の決定権を握っているターゲット企業の株主は、これまでの理論においては、プレミアムを含む高い価格を提示されれば容易に買収に賛成すると認識されていると考えられる。この点は、さきに例外としたSteiner説でも共有されている²⁹。この認識は、株主が経済的動機によって行動の判断を行うという基本的な前提と一致するものであり、したがって、買収の成立条件として外せない原則であるということが出来る。

次に、(2)買収者は、ターゲット企業の価値を現在のそれより高く評価したときに、買収を仕掛けるという認識である。換言すれば、買収者は自ら見積もったターゲット企業の価値増加を買収による利益とみなし、これを得るためにターゲット企業の買収を試みるということである。この認識も、買収者を経済的動機によって買収という行動を行う者とみなす考え方を反映しており、買収の成立条件として不可欠な原則であるといえる。また、この点もSteiner説においても共

通している。

なお、これらの点を、本論の基本的な視点であるターゲット企業の株主の売却意思決定の点からみれば、これまでの理論モデルにおいては、ターゲット企業の現在の価値と買収提示価格とが比較され、後者が高いときターゲット企業の株主は売却を意思決定するとみなされていることが分かる。換言すれば、従来のモデルでは、ターゲット企業の現在の価値より大きい買収価格が提示されれば、ターゲット企業の株主は常に持ち株を提供すると想定しているといえる。

第2に、(特に、ターゲット企業の株主にとっての)買収成立条件の中に、買収後のターゲット企業の評価値と買収提示価格が区別して同時に盛り込まれていない点である。これについては、まず成立条件が2つに分けられていないSteiner説以外の買収成立の条件においては、買収者による評価値は取り上げられているが、買収提示価格はふれられていない³⁰。次に、成立条件が2つに分けられているSteiner説におけるターゲット企業の株主にとっての成立条件の中では、買収後の評価値は新設企業の持分の評価値として間接的に取り上げられているといえるが、買収提示価格は具体的には取り上げられていない。したがって、これまでの理論モデルでは、買収提示価格はターゲット企業の買収後の評価値と区別されておらず、したがって、見積もられた買収後の価値をもって買収提示価格とみなしていると考えられる。しかし、実際の買収においては、ターゲット企業の株主は買収者から提示された価格を考慮して売却判断を行う。したがって、本来、ターゲット企業の株主の成立条件の中に、買収後のターゲット企業の評価値と買収提示価格の両方が盛り込まれていなければならない。このように、買収後の価値と提示価格が区別されていない点が第2の共通点であり、これまでの理論モデルの限界の一つである。

第3に、ターゲット企業の株主のグループ性について次のような共通点がある。すなわち、いずれのモデルにおいても、買収の成立条件の中ではターゲット企業の株主は全体として認識されており、個々の株主が別々に行動することは想定されていない。これは、株主は個人によって評価が異なるとみなすGort説やSteiner説においても同様である³¹。たとえば、Steiner

説では、ターゲット企業および買収企業の株主は一つの同質的なグループ (a homogeneous group) あるいは凝集性 (cohesiveness) のあるものとみなされている (Steiner [1975] p.34)。しかし、たとえ仮に一企業の株主が投資家一般と比較したときに何らかの共通性があると認められたとしても、その株主一人ひとりとは個別で独自の判断を行う存在であることは確かである。特に、買収が提示され自らの持ち株を売却するか否かの判断を行う場合、株主は明らかに個々に判断を下すことを強いられる。したがって、買収成立の条件にも、ターゲット企業の株主が必ずしも全体としてではなく、個別に判断することが想定されていなければならない。しかし、これまでの理論モデルではこれは想定されていない。この第3の共通点も、これまでのモデルの限界の一つである。

このように、これまでの理論モデルには共通点があるが、以下の点では立場が分かれている。まず、買収後のターゲット企業の価値についてターゲット企業の株主が評価するかしないかである。する立場はSteiner説であり、しない立場はそれ以外である³²。次に、一般投資家したがってターゲット企業の株主のターゲット企業の価値に対する評価は個人によって異なるとみるか否かである。異なるとみなす立場はGort説とSteiner説であり、異なるとみなさない立場はMarris説とMueller説である。後者は株主間の評価の相違を認めず、それらを市場一般に還元する。なお、この点は、市場価格が株主の評価を反映しているともみるか否かに通じる。また、買収の成立に、ターゲット企業の株主と買収者のそれぞれについて条件を設けるか否かがある。設ける立場はSteiner説であり、設けない立場はそれ以外である。

以上みてきたように、Marris説以降、買収の成立について扱ういくつかの理論モデルが考案され、その中で買収成立の条件に関する重要な論点もいくつか提起されてきた。その中で、共通点の第1として、ターゲット企業の株主がプレミアムを獲得しようと現在のターゲット企業の価値を超える買収提示価格に応じ、買収者は見込まれる価値増加の利益を得ようと買収を仕掛けるという認識は、経済的動機の原則の上から買収成立の不可欠の条件とみなすことができる。しかし、

このような認識の結果、これまでの理論モデルでは、ターゲット企業の株主は買収提示価格が現在の価値より大きければいつでも持ち株を提供し、それゆえ、この場合には常に買収は成功するとみなされる。したがって、これまでの理論モデルでは現在の価値より買収提示価格が大きい場合でも失敗するという事実が説明されなかった。さらに、共通点の第2として、これまでの理論モデルでは、ターゲット企業の株主の成立条件の中に買収後の評価値と買収提示価格が同時に盛り込まれておらず、第3として、ターゲット企業の株主について、それがあたかも一つの同質的なグループのようにみなされ、株主の判断の個性性が考慮されてこなかった。これまでの理論モデルに共通したこのような限界を克服したのが Grossman and Hart [1980] である。次章では、これについて考察を進める。

Ⅲ GH 説とただ乗り問題

第1節 GH 説とその意義

1. GH 説の概要

所有の分散によって経営者が株主の利益追求から逸脱した行動をとっていくとき、その企業の株価は下落する。買収者は自らの優れた能力を信じて、より高い株価を実現させその価値増加を自らの利益として獲得するために買収を仕掛ける。したがって、買収を経て株価は再び上昇するか、あるいは買収が行われなくても、経営者は買収のターゲットとされないために株価を下げないような経営を心がける。これが、Marris [1964]、Manne [1965] が描いた買収のメカニズムである。

ただし、このメカニズムが機能するためには、(ターゲット企業の) 株主が買収に応じて持ち株を買収者に提供(応募: tender)することが不可欠となる。この点に注目して、TOBの際に株主は売却しない可能性があることを指摘したのが Grossman and Hart [1980] である。

Grossman and Hart 説(以下、GH 説)ではこれについて次のように説明される³³。まず、ターゲット企業の所有は分散しており、株主数は多く、個々の株主の所有比率は非常に小さいとする。この条件のもとで

は、どの株主も自らの売却意思決定は TOB の成否に影響を与えないと考えるとみなせる。さらに、現在の経営者のもとでのターゲット企業の価値よりも高い買収価格が提示されれば、株主と買収者は合理的期待に基づいてその TOB は成功すると期待するものとする。買収者はターゲット企業の 50% 超の株式を取得できれば TOB は成功とみなすとする。

このような前提においては、現在の価値より高い買収提示価格を得るためにターゲット企業の株主は持ち株を売り、買収は成功するという通説的な事態は起らない。その理由は次のように説明される。株主は、この TOB は確実に成功し、自らの売却意思決定は成否に影響を与えないと考えている。そこで、株主は売却した場合としない場合の両方を想定する。売却した場合、株主は提示価格 p を得ることができ、売却した場合、買収後に買収者によって経営改善された分が現在の価格に上乘せされた価値 v を得ることができる。このとき、 $p < v$ の場合、 v を得ようとして株主は持ち株を提供しようとしなす。すべての株主がこのように判断し提供しなければ、買収者に株式が集まらず買収は失敗する。したがって、株主が持ち株を提供するための条件は、

$$p \geq v$$

となる。しかし、この場合株主は提供しようとするが、買収者にとっては買収後に見込まれる価値よりも株式の買い付け額が高くなってしまい、買収を行うことによって損失が生じる。したがって、買収自体が行われない。かくして、実施された TOB は、たとえ買収提示価格(オファ価格)が現在の価値より高いとしても、失敗に終わる。

このような事態が生じる理由は、株主が買収の潜在的な成功にただ乗り(フリーライド)することにある。すなわち、買収後に見込まれる価値の増加によって得られる利益は、本来、買収を実施する買収者が獲得しようとするものであるが、さらに株主も持ち株を提供しない(すなわち、買収の成功に貢献しない)ことによってこれを獲得しようとするのである。これがいわゆる株主のただ乗り問題である。

しかし、実際には多くの TOB が実施され、さらに成功している。この現実を説明するために、GH 説で

は、買収者と株主による評価の差が導入される。すなわち、買収者による買収後のターゲット企業の評価は v のままであるが、株主によるそれを v_s として新たに設け、この両値が異なりうることを前提とするのである。これによって、株主が持ち株を提供するための最低価格は v_s となる。買収にかかる諸コストを c とすると、買収者の利益 π は、次のように表すことができる。

$$\pi = v - v_s - c$$

買収が実施されるためには、買収者への利益が見込まれる必要がある。そのためには、買収者の評価値 v が株主の評価値 v_s よりも (c を超えるほど) 十分に大きくなければならないことをこの式は示している。

ここで、Grossman and Hart は、買収者と株主の評価の差は自然に発生するものではなく、株主が自らつくりだすものとする。具体的には、原始株主 (initial shareholders) が、定款を作成する際に、買収者がターゲット企業の買収後価値をある一定額減少させ、それが買収者に支払われるようにすることを認める内容を盛り込むということである。たとえば、新たに経営者となった買収者への巨額な給与支払いやストックオプションなどの新株交付や、買収者が所有している別の会社への、合併や清算を通じたターゲット企業の資産の公正価値以下での譲渡、あるいはターゲット企業の製品の廉価での販売である。これらの方法によって、結果的に、持ち株を提供しない株主にとっての持分価値、すなわち買収後のターゲット企業の少数株主となることの価値が減少する。このように、GH 説では、(原始) 株主は自らの持分を自発的に減少させる、すなわち希薄化させることで買収者と株主の評価の差をつくりだすと説明される。

この (最大) 希薄化値 ϕ を考慮に入れると、持ち株を提供しない株主の持分価値は、TOB が成功した場合、 $v_s \equiv v - \phi$ となる。したがって、株主は次の場合に持ち株を提供する。

$$p \geq v - \phi$$

ここで、 p は現在の価値 q 以上とし、 p を株主に提供させる提示価格とすると、 $p = \max(v - \phi, q)$ と表すことができる。このとき、買収者の利益 π は次のように表すことができる。

$$\begin{aligned} \pi &= v - p - c \\ &= v - \max(v - \phi, q) - c \\ &= \min(\phi, v - q) - c \end{aligned}$$

この式より、買収者の利益は ϕ と $(v - q)$ の両方が c を超えるときにプラスになり、したがって、このときに買収が起こるとされる。

2. GH 説の意義

(1) 買収成立条件についての意義

GH 説の提起した買収成立条件には 2 つの意義がある。第 1 の意義は、買収の成立条件モデルがこれまでの理論において一貫して無視されてきたオフア価格をモデルに組み込んだことである。これによって、GH 説はこれまでの買収成立モデルを大きく修正した。

GH 説の買収成立の条件を整理すると、次のようになる。まず、ターゲット企業の株主にとっての成立条件は、 $p \geq v_s$ ($= v - \phi$) であり、買収者にとっての成立条件は、 $v - p - c > 0$ である。ただし、買収者と株主の評価の差を導入する前の段階では $v_s = v$ ($\phi = 0$) であったので、その基本型としては、ターゲット企業の株主の成立条件は $p \geq v$ である。なお、買収者の方は同じである。

一見して分かるように、GH 説におけるターゲット企業の株主および買収者のそれぞれの成立条件の中に買収後の評価値とオフア価格が両方とも盛り込まれている。前章でみたように、GH 説以前の理論モデルでは、この 2 つが成立条件の中に盛り込まれることはなかった。したがって、これまでと比較すると大きな変化といえる。実際に行われる買収においては買収者からの価格の提示が伴われ、ターゲット企業の株主の判断にはオフア価格が少なからぬ影響力をもつことは十分考えられる。また、買収者のほうも買収を実施することによる自らへの利益を見積もる際に、オフア価格の問題は不可避的な考慮点である。したがって、GH 説は、これまで無視されてきた、買収当事者の実際の意思決定において重要な要素であるオフア価格を成立条件の中に初めて明確に位置づけたといえる。

これは GH 説が、これまでとは基本的に異なる新たな成立条件モデルを提起したことを意味する。すなわち、GH 説以前のモデルでは、株主や買収者の判断

は、ターゲット企業の現在の評価値と買収後の評価値を比較して行われると認識されてきた。これに対して、GH説では、オフア価格とターゲット企業の買収後の評価値を比較して判断が行われると認識されている。つまり、比較の対象として、ターゲット企業の現在の評価値が外され、新たにオフア価格が導入されたことになる³⁴。このように、GH説は、買収の直接の当事者であるターゲット企業の株主と買収者の意思決定が行われる際の比較の対象についての認識を修正したのである。

第2の意義は、ターゲット企業の株主の売却意思決定に、売却（提供）しないとの選択肢を加えたことである。この点も、オフア価格を盛り込んだことから導き出される。前章において指摘したように、GH説以前の理論モデルにおける認識では、ターゲット企業の株主の意思決定は現在の価値と買収後の価値を比較して高い方である買収後価値を得るというものであった。これは、株主の意思決定を経済的動機に基づく合理的な行動とみなす考え方に沿うものである。この結果、買収後価値が現在の価値より大きければ、株主は常に持ち株を提供するとみなされる。

しかし、すでに述べたように、GH説以前のモデルでは、オフア価格と買収後価値は区別されておらず、したがって、実質的にオフア価格が買収後価値と等しいことが暗黙裡に想定されていた。この想定のもとでは、株主にとってはオフア価格を得る（持ち株を売却する）ことは、同時に買収後価値を得ることを意味する。したがって、この場合、オフア価格と買収後価値が等しいことから、株主にとってはどちらかを選択する必要はない。このように、GH説以前ではこの2つの値が同一視されることから、株主の売却意思決定がほとんど問題にならず、株主は常に売却することが想定されていたのである。

しかし、オフア価格と買収後価値が区別される場合、株主はどちらかを選択せざるを得ない。経済合理性に基づいて判断すれば、当然ながら株主は値の大きい方を選択しようとする。この2つの数値の大小によって、株主の売却意思決定は正反対なものになる。すなわち、オフア価格が大きければ、株主は持ち株を買収者に提供し、買収後価値が大きければ、提供しようとしな

この理由は、GH説では現金を支払い方法とした一般的なTOBが想定されていることにある。現金支払いTOBと株式交換TOBの相違の意味は、ターゲット企業の株主の買収後における立場にある。すなわち、株式交換TOBでは、ターゲット企業の株主はターゲット企業の持ち株と交換に買収企業（あるいは買収時に両社が統合される場合には新設企業）の株式を受け取る。これは、買収企業の株主という立場で、ターゲット企業の株主が買収後においても同じ企業の株主であり続けることを意味する。これはさらに、支払い対価の価値が買収時点では（現金と同様に）明確な金額として確定しておらず、買収企業の買収後の利益等によって変動することをとも意味する。つまり、株式交換TOBでのターゲット企業の株主は買収後におけるシナジー効果の大小や利益変動のリスクを共有することとなる³⁵。このように、株式交換TOBにおいては、買収に応じて株主が持ち株を提供したとしても、ターゲット企業の買収後価値に参加することが可能である。これに対して、現金支払いTOBでは、ターゲット企業の株主は持ち株を提供した対価として現金（オフア価格）を受け取る。これは、ターゲット企業の株主が持ち株を提供することによって買収後にはターゲット企業の株主ではなくなることを意味する。買収後価値とは買収が成功した後に実現すると期待される価値であり、それゆえ、これに参加するためには買収後に株主でなければならない。したがって、現金支払いTOBにおいては、買収後価値を得るためには持ち株を提供せずに持ち続けなければならない。このように、現金支払いTOBにおいては、オフア価格と買収後価値は株主にとって二者択一の選択肢であり、両方を得ることはできない。

このように、オフア価格と買収後価値が区別される場合、ターゲット企業の株主は買収後価値が大きいと見積もれば持ち株を持ち続けることになる。逆に言えば、いくら買収者がターゲット企業の現在の価値より大きい価格を提示したとしても、それが株主の見積もる買収後価値より小さければ、株主は持ち株を提供しないことになる。この意味で、TOBの成否はターゲット企業の株主が握っていることをGH説は示唆している。いずれにしても、株主は常に持ち株を売却する

というこれまでの理論モデルにおける想定が大きく修正されたといえる。このように、GH説は、オフア価格を成立条件に盛り込み、買収後価値と区別することによって、一般的に用いられる現金支払いTOBにおいては、ターゲット企業の株主は売却しないという選択肢をもつことを初めて組み込むことに成功したのである³⁶。

なお、GH説は以上のように現金支払いTOBに注目し、オフア価格を成立条件に盛り込んだことによって、買収が成立（実施および成功）しない根本的な理由が、ターゲット企業の株主と買収者の両者による買収後価値の増加の分配上の非効率にあることを示すことにも成功している。すなわち、GH説のモデルにおいては、この価値の増加が買収者に分配されない場合、買収者はTOB自体を実施しないことが明確に認識されている。たしかに、両者の成立条件をそれぞれ独立させたモデルはすでにSteiner説において提起されているが、そこでは分配問題はTOBの成否に直接関わる問題としては取り上げられていない。すなわち、Steiner説では株式交換TOBが対象とされているため、分配を決定するプレミアムは株式交換比率を通じて間接的に示されざるを得ず³⁷、さらに、その比率についても、いかなる範囲においてTOBが成立するかは考察されていないのである。しかし、GH説では、分配を決定するプレミアムがオフア価格として端的に示され、さらに、両者の見込むターゲット企業の買収後価値とオフア価格との大小こそがTOBの成立を決定する直接的な要因として重要視されている。つまり、ターゲット企業の株主と買収者のどちらにも価値の増加が分配されないと買収は成立しないことが明確に示されているのである。これによって、異なる両者の買収成立条件の関連はより明確となる³⁸。

(2) 株主像についての意義

以上のように、GH説はこれまでとは異なる新たな買収成立モデルを提起したわけだが、これにともなつて、モデルの背景となる株主像にも新たな点が見られる。ターゲット企業の株主は買収の成立に重要な役割をもっているため、それがGH説においてどのように認識されているかについての考察は不可欠である。

GH説では、株主についての2つの新たな側面が認識されている。第1は、利益獲得への積極姿勢についてである。すなわち、ターゲット企業の株主は売却の意思決定の際に、単に利益を得ようとしているのではなく、“より”多くの利益を得ようとしていることである。単に利益を得ようというのであれば、現在の価値よりわずかでも大きいオフア価格が提示されれば株主はそれに応じて持ち株を売却することになる。つまり、このような株主は、オフア価格に盛り込まれている現在価格を超えるプレミアムを買収によって得られる利益として十分なものであると満足する。これが、GH説以前のモデルで想定されていた株主である。しかし、GH説において想定されている株主は、これだけでは満足しない。すなわち、株主が“より”多くの利益を得ようとしている場合、オフア価格が現在の価値より大きいことだけでは売却する条件は満たされない。つまり、ターゲット企業の株主は知りうる選択肢の中で最大の価値を得ようとするのである。現在の価値 $q < p$ を前提としたGH説におけるターゲット企業の株主にとっての成立条件である「 $p \geq v_s$ 」は、これを端的に表している。このように、GH説では株主は“より”多くの利益を得ようとし、それに基づいて売却決定を行うと認識されている。

第2は、他の株主と異なる個別性である。すなわち、GH説では株主が全体としてみなされておらず、株主一人ひとりが他の株主とは異なる行動をとる存在として捉えられているのである。この点は、株主が売却しないという判断がいかに行われるかを検討することによって浮き彫りになる。特に、所有の分散によって、ターゲット企業の各株主は自らの売却意思決定がTOBの成否に影響を及ぼさないと考えているというGH説の前提に注目する必要がある。

先に述べたように、株主が売却しないのは、買収後価値の方がオフア価格よりも大きい場合、各株主は経済的動機に基づいて判断することにより買収後価値を得ようとし、その結果売却しないという意思決定を下す。ただし、株主のこの判断は、単に経済的動機のみに基づいているわけではない。さらに、自分以外の株主の行動に対する予測に基づいたものでもある。つまりこういうことである。買収後価値の実現は、買収の

成功を前提とするから、過半数など成功に必要な一定量以上の株主が提供されなければならない。したがって、買収後価値を得ようとする株主は、まずその買収が成功すると予測していることになる。買収の成功を予測するということは、それに見合うだけの多くの株主が持ち株を提供することを予測していることを意味する。したがって、売却しない株主は、自らは買収の成功に貢献しないにもかかわらず、買収は成功する、すなわち自分以外のほとんどの株主は売却すると考えていることになる。つまり、GH説は明らかに株主間の行動の差異を想定しているのである³⁹。株主がその意思決定の影響力はないと考えるとの前提は、この点を成立条件モデルに組み込むために必要な措置であったといえる。

このように、GH説以前の理論モデルでは、株主はターゲット企業の現在の価値を超えるプレミアムを買収によって得られる利益として満足する存在とみなされ、さらに、他の株主の行動を予測し、それと異なる行動をとることは想定されていなかったのに対し、GH説では、買収による利益として単にプレミアムだけでは満足せず、さらに、一つの同質的、凝集的な集団としてではなく、独自性を持ち、したがって他と異なる行動をとりうる個別の存在として認識されているといえる。

第2節 GH説とただ乗り問題

1. GH説におけるただ乗り問題の提示とその意義

ところで、GH説における以上のような株主像についての認識は、いわゆるただ乗り問題を説明することにつながっている。すなわち、そこで描かれている株主とは、提示されている買収価格には満足せず、より多くの買収後価値を得ようとし、そのために、他の株主による持ち株の提供をあてにして、自らは提供しようとしぬ株主である。これは、自らは買収の成功に貢献しないにもかかわらず、その成果のみを享受するただ乗り者とみなすことができるのである⁴⁰。すべての株主がこのようにただ乗りをもくろんだ場合、たとえ買収後価値が現在の価値より大きいとしても、買収は失敗する。すなわち、他の株主の行動についての予測に基づく個々の株主の利益追求によって株主全体の

利益が失われるわけである。このように、GH説は株主のただ乗り行動を盛り込むことによって、現在よりもターゲット企業の価値を引き上げる買収が失敗に終わることを説明しているのである。

しかし、GH説が注目に値するのは、単にただ乗り問題を説明するにとどまらず、それが買収者の買収意思決定にも関係していることを示した点である。すなわち、買収者も利益を追求する存在であり、したがって、利益が見込まれる場合のみ買収は実施されることが買収の成立条件として明示されている ($v - p - c > 0$)⁴¹。ターゲット企業の株主がただ乗りしないためには、 p は、もう一方の成立条件の $p \geq v_s$ ($= v - \phi$) を満たすほど十分に大きい必要があるので、GH説で指摘されているように、ターゲット企業の株主と買収者の見積もる買収後価値が同じである場合、買収者に利益が見込まれないため買収は実施されない ($c > 0$ より)。このように、GH説では買収の実施も買収成立条件に盛り込まれているため、ターゲット企業の株主のただ乗り行動がオフア価格の高騰という形で買収者の利益を侵食し、その結果、買収の実施を妨げることが示されている。以上より、ただ乗り問題に関するGH説の意義は、第1に、株主のただ乗りによって、価値を上昇させる買収が結果的に失敗する可能性を指摘したこと、第2に、株主のただ乗りが、買収者に価値を上昇させる買収の実施を思い止まらせる可能性を指摘したことにあるといえる。

2. GH説以降のただ乗り問題

以上のように、GH説は株主のただ乗り行動が買収を失敗させ、さらにその実施さえも妨げうることを示したわけであるが、現実には多くのTOBが実施されており、さらに成功もしている。この現実を説明するために、今度は、このただ乗り問題がいかに克服されているのかに研究者の関心が集まることとなった。この結果、GH説が提起したものは異なる方法が多く、この研究者から提起されることとなったのである。

その代表的なものをあげれば、Shleifer and Vishny [1986] では、買収前にターゲット企業の株式を取得する方法 (事前取得) が提起されている。さらに、ターゲット企業の株主に注目したもので、株主数が限定

されている場合 (Bagnoli and Lipman [1988])、その持ち株数が分割できる (持ち株が1株でない) 場合 (Holmstrom and Nalebuff [1992])、ただ乗り問題が解消するとされている。そして、Bebchuk [1989] は、無条件買い付けによる TOB においては、条件付きの場合には生じない株主の売却インセンティブが生じると指摘している。

これらは、買収者の利益を確保することに注目するアプローチとそれ以外のアプローチに大別できる。前者は、ターゲット企業の株主のただ乗り行動を前提として、買収を実施することによって買収者が独自の利益を確保するための方法についての議論であり、したがって、買収者に注目した議論である。後者は、ただ乗り行動を前提としないものを含め、ターゲット企業の株主に注目した議論である。

(1) 買収者の利益確保アプローチ

a. 希薄化説

買収者の利益確保手段をターゲット企業の株主が得る利益の希薄化に求める考え方には、GH説でいわれる“自発的”希薄化によるものと、2段階オファによるものがある⁴²。

“自発的”希薄化とはすでに説明したように、(原始)株主が“自発的”に認めた持分価値の低下のための措置を、買収者が実施することである。たとえば、買収後の経営者への巨額な給与支払いやストックオプションなどの新株交付、買収者が所有している別の会社への、合併や清算を通じたターゲット企業の資産の公正価値以下での譲渡やターゲット企業製品の廉価販売である。これらによって、持ち株を提供しない株主の持分価値を低下させ、TOB後に残りの株式を買い集める差異の金額を抑えるのである。ただし、これらの“自発的”希薄化による買収者の利益は、株主として得る利益ではなく、いずれも実質的にはターゲット企業の価値の一部を買収者個人へ有利に移転することによる利益であることは付記されるべきであろう⁴³。

2段階オファ (two-tier offers) とは、TOBの際に過半数など一定の比率に至るまでに提供された株式に対する価格 (第1次価格) と、その後に提供された株式に対する価格 (第2次価格) を区別する TOB であ

る⁴⁴。通常、過半数までの提供分にはプレミアムのある高い価格が、それ以降の提供分には低い価格が設定されている。特に、第2段階の提供分には、現金ではなくその後の買収企業との合併の際に買収企業の株式をその対価とされることが多く、その市場価値は第1段階の価格 (オファ価格) よりもしばしば低い。また、2段階オファには、すべての株式を買い付けけない部分オファ (partial offer) も含まれる。この場合、最大買い付け株数は明示されるが、残りの株式についての計画は発表されない。部分オファにおいては残りの株式の市場価値が第2次価格に相当する。

この2つの方法に実質的な相違はない。すなわち、過半数に至るまでの提供株式に対する買い付け価格と、それ以降の提供株式に対する買い付け価格を区別している点は共通している。しかも、この価格設定は買収者が行う。ただし、“自発的”希薄化の場合には、買収者が発表あるいは示唆した買収後の価値低下を意味する策を考慮して、ターゲット企業の株主が買収後の株式価値をその分低く評価する。したがって、過半数以降の提供株式への買い付け価格の買収者による設定は間接的である。一方、2段階オファの場合には、第2次価格を買収者が直接的に提示する。

この価格設定の区別は、ただ乗り問題の抑制に重要な意味を持つ。すなわち、この区別によって、買い付け者はターゲット企業株式のトータルの買い付け額を低く抑えることができるのである。つまり、ターゲット企業の株主の売却を誘引するために、買収者は始めのオファ価格 (あるいは第1次価格) を買収後価値よりも高く設定しなければならないが、それは発行済み株式すべてではなく一部のみ (ただし少なくとも50%超) の買い付けにおける価格である。残りの株式の買い付けにおける価格については、買収者は買収後価値より低い価格を設定することができる。したがって、たとえ支配権の獲得に必要な株式数までの買い付けには買収後価値を超える価格を設定しなくてはならず、したがって、その分については買収者は損失を見込むことになったとしても、残りの株式の買い付けで買収後価値よりも大幅に低い価格を設定することによって、先の損失を埋め合わせ、さらに利益を見込むことができる。

なお、価格設定の区別によって、始めのオファ価格も買収後価値より低く設定しようということもしばしば主張される。これは、ターゲット企業の株主がTOBの成功を予測した場合、売却の選択肢は実質的に1つしかないことになるからである。すなわち、オファ価格（2段階オファでは第1次価格）で売却することである。なぜなら、TOBが成功すると予測した株主は、買収者の最終的な全株取得にともなって、遅かれ早かれどちらかの価格で売却することを迫られると考える⁴⁵。それならば、高い方の価格（オファ価格あるいは第1次価格）に応じようと判断するというわけである。このとき、ターゲット企業の株主の選択肢は2つの買い付け価格のみであり、その中に買収後価値はない。したがって、どちらの買い付け価格も買収後価値を上回る必要がなくなり、単に始めの価格が後の価格より高く設定されるだけでその株主は売却することになる。このことから、希薄化、とくに2段階オファは、ターゲット企業の株主を“囚人のジレンマ”に陥らせるもので強圧的 (coercive) であり、株主の正確な売却判断を阻害するものだとしばしば批判される⁴⁶。ただし、この強圧効果はターゲット企業の株主がTOBの成功を予測した場合に限られる。そうでない場合、いずれの買い付け価格も買収後価値を下回っていれば、ターゲット企業の株主はやはり売却しない誘因を持ち続けるであろう。したがって、希薄化がただ乗り問題を解消しようとする理由として理論的に重要で根本的と考えられるものは買収者の利益確保であり、強圧効果は（あるとしても）副次的なものとみなすべきであろう⁴⁷。このように、希薄化は買収者にとってターゲット企業の株主が得る利益を減少させ、その分を自らの利益とすることを可能にする手法であるといえる。換言すれば、希薄化を行う買収者は支配権獲得の前後での株式買い付け額を立て分けることによって、買収全体にかかる株式買い付け額を低く抑えている。これを、Comment and Jarrel [1987] にならって表せば、次のようになる⁴⁸。

$$P_B = (F \times P_T) + ((1 - F) \times P_E)$$

ここで、

P_B = 買収全体にかかる混合価格 (blended price)

P_T = 一株あたりオファ価格 (第1次価格)

P_E = TOB終了後のターゲット企業の株価
(第2次価格、希薄化された少数株式価値)

F = TOB (第1段階) で買い付ける株数の比率
各文字の説明は、2段階オファと“自発的”希薄化とで異なりうるが、その基本的な考え方は、買収全体にかかる株式買い付け額は、支配権の獲得にかかった買い付け額と残りの株式の買い付けにかかった金額の合計ということである。この式から分かるように、TOB終了後のターゲット企業の少数株式の株価 (P_E) が低いほど買収全体にかかる買い付け額は減少する。したがって、その分買収者は利益を増やすことができる (ただし、この式では利益の源泉である買収者の評価するターゲット企業の買収後価値が盛り込まれていない)。このように、希薄化は少数株主の買収後価値を減少させることにより、買い付け者にとっての買収による利益を確保する手段となる。

b. 事前取得説

買い付け者はTOBを実施する前の時点で、ターゲット企業の株式をある程度取得してからTOBを行うことがある。これは通常、初期所有 (initial shareholding)、足がかり所有、TOB前取得 (pre-tender offer acquisition) 等といわれる (以下では、事前取得と総称する)。

事前取得を実施する実際上の目的・動機は多様であるが⁴⁹、ただ乗り問題の議論で注目される買い付け者にとっての事前取得の主たるメリットは、オファ価格よりも低い価格でターゲット企業の株式を取得することである。この点に注目して理論化したのが Shleifer and Vishny [1986] である⁵⁰。この Shleifer and Vishny 説 (以下、SV説) においては、買い付け者がターゲット企業の大株主であることが想定されている。この大株主すなわち買い付け者はリスク中立で経営者と特別な関係を持っておらず、その事前取得比率 a は50%未満であるとされる。他の株主はリスク中立の零細株主であり、したがって、他の株主全体の所有比率は $1 - a$ となる。

いま、現在の経営者を交代させ、能力のより高いと買い付け者が見込む経営者を就任させるためにターゲット企業の株式の過半数 (ここでは50%) を獲得し

ようと買い付け者がTOBをかけるとする。オフア価格は現在の価格 q とプレミアム π の合計とする。このとき、買い付け者は次の条件をもつ。

$$0.5 Z - (0.5 - a) \pi - c \geq 0$$

ここで、

Z = 経営者の交代によって見込まれる利益の割引価値の増加

a = 買い付け者の事前取得比率

π = オフア価格のうちターゲット企業の現在の価値を超えるプレミアム⁵¹

c = 買収に付随する諸コスト

$$(\pi, c > 0)$$

この式では直接的には現在の価値を超える部分のみを表しているため、 q は用いられていないが、 Z 、 π に q を足してそれぞれを買収後の(割引)価値、オフア価格としたとしても、この式の主旨に変化はない。また、ここではTOB後の所有比率が50%になることが想定されているが、100%としても大きな差はない。この場合、0.5の部分が1となる。

この式の右辺の第1項は、買い付け者が買収後に実現されると期待するターゲット企業の価値のうち、その所有比率に応じて得られる価値であり、買収による買い付け者の利益の源泉である。第2項は、TOBで買い付ける株式、換言すれば、目標所有比率のうち事前取得では足りない株式に要する、現在の価値を超えて支払わなければならないプレミアムの総額である。第3項は、株式の買い付け額以外の、買収に付随する様々なコストである。したがって、この式は買収によって得られると見込まれる買い付け者の利益が0以上であることを示した買収成立条件であり、基本的にはGH説におけるそれと同じ構造であることが分かる。

この式における特徴は、事前取得比率 a が増加するのにもなって、買収者の利益が増加することを示している点である。これは、SV説において事前取得での買い付け額がTOBでのそれより π 分だけ低い(すなわち、事前取得での買い付け額は q)と想定されていることを意味する。つまり、事前取得比率が大きければ、必要となる所有比率(50%)のうち、プレミアムのない(TOB前の)現在の価格で買い付ける分が大きくなり、したがって、反対にプレミアムをつけ

て買い付けなければならない分が小さくなるわけである。換言すれば、買い付け者はプレミアムのいらぬ事前取得比率を大きくした分だけ、買い付け額を減少させることができ、したがって、自らの利益を増加させることができる。これによって買い付け者は、TOBにおいて買収後価値を上回るオフア価格を設定することが可能となる。すなわち、事前取得が行われる場合、ターゲット企業のすべての株式をプレミアム付きの価格で買い付ける必要はないため、事前取得比率の分だけ相対的に買い付け額を低く抑えることができる。つまり、この事前取得の際に支払わなくて済んだプレミアム分を、今度はオフア価格に上積みすることが可能となるのである。このように、SV説は買収者が事前取得を行うことによって、利益を確保した上でターゲット企業の株主の持ち株提供を引き出しうること示したわけである⁵²。

c. 希薄化説と事前取得説の共通性

以上の両説には次のような共通点がある。すなわち、ターゲット企業株式の買い付け額を2つに分けることによって、買い付け者は買収全体にかかる買い付け額の合計を低く抑えるという点である。つまり、希薄化説においては、支配権取得の後の段階での買い付け額を低下させることが注目されており、事前取得説においては、支配権取得の前の段階での買い付け額を低下させることに関心が払われている。このように、どちらも基本的にトータルの買い付け額の削減によって買い付け者の利益を確保する方法であることは明らかである。

くわえて、どちらの方法もこの買い付け額の削減に必要な買い付け価格の区別は、買い付け者自身が講じた措置によって実現されていることが分かる。まず希薄化の場合、買収者は支配権を獲得した後のターゲット企業株式の買い付け価格を強制的に低く設定するか(2段階オフア)、低くなることを見積もらせるように価値低下策の実施を唆する(“自発的”希薄化)。次に事前取得では、それを行うのは買い付け者である。このように、トータルの買い付け額を削減するための低い方の買い付け額は、いずれも買い付け者自らがとった措置にもなって設定されていることが分かる。

このように、希薄化説および事前取得説は、買い付け者が買収全体にかかるターゲット企業株式の買い付け額をできる限り抑えることを主眼に置いている。そして、希薄化と事前取得は、実質的に2つの買い付け価格を設定することで支配権取得にかかる買い付け額を削減し、これによって利益を確保するために買い付け者が講じた手段であるといえる⁵³。

(2) 買収者の利益確保以外のアプローチ

a. 株主数限定説

GH説において説明されるただ乗り問題には、所有の分散による零細株主が想定され、したがって、多数の株主の存在が前提となっている。この前提を崩すことによって、ただ乗り問題が解消されると考えたのが Bagnoli and Lipmanである。Bagnoli and Lipman[1988] (以下、BL説) では、株主数が限定されているとする以外は、GH説と同じ前提が置かれる⁵⁴。ただし、株主数 I がターゲット企業の全株式数 N を所有しており、 i 番目の株主は h_i 株を持っているとする (h_i は整数)。さらに、 $K (< N)$ をターゲット企業の支配権を獲得するために必要な株数とすると、すべての株主について、 $0 < h_i < N - K$ とされる。つまり、どの株主も一人では支配権を持っておらず、したがって、仮に他の株主全員が持ち株を提供したとしても、ある一人の株主の反対によってそのTOBが失敗に終わるという事態は発生しないと想定されるわけである。くわえて、現在の経営者のもとでのターゲット企業の株式価値を p_0 、買収が成功した後の買付け者のもとでの株式価値を p_1 とし、買付け者の方が現在の経営者よりも経営能力が高い場合、 $p_1 > p_0$ とする。これらの変数はすべて共通に認識されているものとする。また、ターゲット企業の株主も買付け者もリスク中立であり、株主が得る期待価値は持ち株 h_i の期待 (割引) 価値で、買付け者が得る期待価値はTOBによる利益の期待値である。買収に付随するコストは無視する。TOBが失敗した場合の株式の価値は p_0 のままとし、株主はオファ価格 $b \geq p_0$ のとき持ち株を提供しないものとする。

このような設定の上で、まず買付け者が一株当たりの買い付け価格 (オファ価格) b を提示する。これ

に対して、ターゲット企業の株主は持ち株のうち、0 から h_i までの整数株を選んで提供する⁵⁵。このとき、BL説では株主が純粹戦略をとるとすると、株主全体による売却株数は K に等しくなり、かつどの株主も持ち株をいくらかでも提供するという均衡が存在することが提起される⁵⁶。すなわち、この均衡においては、誰か一人でも株主が提供する株数を少なくした場合、TOBは失敗し p_1 を得る機会を失うので、どの株主もすすんで提供する。ただし、ここでは提供される合計株数がちょうど K であることが想定されている。このとき、すべての株主がTOBの成否に影響力をもっていることになる。これによって、株主はただ乗りしないことになる⁵⁷。

b. 株数分割説

BL説の発想に沿って、さらにターゲット企業の株主の持ち株数と買収利益の分配の関係に注目した説が Holmstrom and Nalebuff [1992] (以下、HN説) である⁵⁸。HN説によれば、GH説で示されたただ乗り問題の重要な点は、零細株主、すなわち典型的には株主が持ち株を1株しか持っていないと想定されていることである。1株保有の株主にとっては、持ち株の提供は全株を売却するか持ち続けるかのオール・オア・ナッシングの選択である。このような株主には売却のインセンティブは低い。この場合、買付け者に買収から生じる価値増加の利益は分配されない。なぜなら、利益を分割できないからである。このようにして、HN説では、ただ乗り問題は買収利益の非分割性によるものとみなされる。

この考え方は次のように説明される。本来、持ち株の提供はTOBの成功確率を上昇させ、それゆえ提供されない株式の価値をも上昇させる。つまり、持ち株を提供することと、提供しないことは完全に相反するものではなく、むしろ相乗効果を持つものである。しかし、この相乗効果は1株保有の場合には現れない。なぜなら、1株を提供すれば持ち株はゼロになるからである。このことから分かるように、株主の持ち株数が増えるほど、その株主が持ち株を提供しようとするインセンティブは大きくなる。

これは、株主の持ち株数が大きくなり分割しやすく

なるほど、買付者と株主は買収による利益を分割することができるようになることを意味する。すなわち、全ての株主はその持ち株の半分を買付者に提供すれば、買付者には50%の株式が集められて買収が成功する。買収の成功にともなってターゲット企業の価値の増加が実現した場合、買付者にはその50%の持ち株を通じて価値増加により利益全体の50%が分配され、株主にも同様に、提供しなかった50%の持ち株を通じて利益の50%が分配される。もちろん、買付け目標所有比率を引き上げることもできる。たとえば、80%を目標の買付所有比率とした場合、各株主はその持ち株の80%を提供すれば、株主全体としての提供株数の比率は80%になり買収が成功する。これによって生じる価値上昇の利益のうち、買付者は80%を、株主は20%を得ることができる。こうすることにより、買付者とターゲット企業の株主の両者が利益を享受することができる。HN説では主張されるのである。これによれば、希薄化や事前取得をとまわなくても買付者に利益が生じることになる⁹⁹。

c. 株主数限定説と株数分割説の共通性

この両説の共通点は、GH説において前提とされていた、TOBの成否に対して株主の影響がないという考え方を放棄した点にある。すなわち、GH説では、高度に分散した零細株主が想定され、したがって、各株主は自らの持ち株提供の意思決定はTOBの成否に何ら影響を及ぼさないと考えたとされていた。この想定に基づいて、原子的な株主は自らの利益を最大化させようと、オファ価格よりも高い買収後価値を得るためにTOBでも持ち株を提供せず持ち続けようとするのが、いわゆる買収のただ乗り問題であった。

これに対して、この両説においては、ターゲット企業の株主はみずからの売却意思決定がTOBの成否に影響を及ぼすと考える状態が想定されている。すなわち、まず株主数限定説のBL説では、株主全体での売却株数が一定となる状態では、どの株主も成否に影響を及ぼすことが指摘されている。さらに株数分割説のHN説では、各株主がその持ち株のうち、買付者の目標買付比率と同じ比率の株数を提供したときに、株主と買付者の両者に利益が分配されるような買収が成立

するとされており、これは各株主の成否への影響力を前提としている。この意味で、この両説は「中枢株主(pivotal shareholders)」仮説ともいえる。

ただし、両説では直接的に強調される株主の姿勢は異なる。まずBL説については、株主間の協調が暗黙裡に想定されている。すなわち、BL説では、まず株主全体から提供される株式数が買付者の目標株数と正確に等しくなることが前提とされている。さらに、通常ターゲット企業の株主が複数であり、BL説でもそのように設定されている。株主が複数の場合、この前提のとおり株主全体の提供株数が目標株数に一致するためには、明らかに株主間での協調のうえでそれぞれの提供株数が決定される必要がある。したがって、BL説の現実的な意味は、株主間の協調がただ乗り問題を解消することを提起していることにあると考えられる。

次に、HN説では、GH説で想定されていた株主の利益への積極姿勢が否定されている。GH説における株主は「より」多くの利益を求め、買付者への利益さえも侵食する存在であった。これに対し、HN説における株主は、買付者への利益の分配を積極的に認め、自らそれに貢献するために持ち株を提供する。このように、HN説で想定される株主は、自らの最大利益を求めようとするのではなく、買収の成功を優先しようとする存在である。

しかし、HN説のこのような株主の行動が利益追求に沿うものとして成立するには、やはり株主間の協調が必要となろう。すなわち、HN説においても買付者の目標買付比率と同様の比率をターゲット企業の各株主がその持ち株から提供しなければ、買収は成句しない。もともと、ただ乗りを目論んで全く提供しない場合に得られる価値のほうが、成功させるために一定の比率を提供することによって得られる価値よりも高いとすれば、それでも利益を追求する株主が一定比率の持ち株を提供することを選択するには、買収の成功に確実性を求めると考えられる。この確実性のためには結局、株主間の協調が必要となる。

以上のように、両説の主張が有効に機能するには、いずれも株主間の協調が必要である。ただし、所有の分散した企業においてこれが実現するには現実的に相

当の困難がともなう。Hirshleifer も、異なる文脈だが中枢株主仮説の問題点としてこの点を指摘している⁶⁰。すなわち、買収を成功させようとする戦略的な株主は、他の株主の行動が未知であれば結局どれだけ持ち株を提供すれば買収が成功するか分からないことが問題視されているのである。このように、中枢株主説は現実的には実現が困難である株主間の協調を前提としており、したがって、われわれはその説明力に大きな疑問を抱かずにはいられないのである。

d. 無条件 TOB 説

多くの TOB では、提供される株式数がある一定数（たとえば過半数など）に満たない場合、提供された株式の買い付けを行わないことが公開時に明示される。この場合、提供された株主はすべてその株主へと返却される。このように、ある一定数以上の株式が提供されることを買い付けの条件とする TOB は条件付き (conditional) TOB と呼ばれる。これに対して、そのような条件がないものは無条件 (unconditional) TOB と呼ばれる。ただ乗り問題が議論されるときに想定されているのは、通常、条件付き TOB である。そこで、もう一方の無条件 TOB が用いられれば、ただ乗り問題が解消されると主張するのが、Bebchuk [1989] (以下、Bebchuk 説) である。

Bebchuk 説の考え方は大要次のように説明される。まず仮定として、現在の経営者の下でのターゲット企業の株式価値を v_0 、買付者のもとでの買収後のターゲット企業の株式価値を v_1 、同じく買収後のターゲット企業の、持ち株を売却しなかった株主が得られる価値 (すなわち、買収後の少数株主の価値) を v_m 、オファ価格を $B (> v_0)$ とする。ただし、希薄化は少数株式の価値を買収前の価値より低くするほどではないとする ($v_m > v_0$)⁶¹。

GH 説で示されたとおり、ターゲット企業の株主は B と v_m を比較するため、 $B \geq v_m$ でなければ株主は持ち株を提供しない。ただし、GH 説の考察では、TOB が確実に成功する場合のみが想定されている。すなわち、 v_m は成功したときに売却しない株主が得られることができる価値であり、失敗したときの価値は考慮されていないのである。ここで、Bebchuk は失敗した

場合の株主の行動に注目する。条件付き TOB においては、TOB が失敗した場合、提供された株式はすべて株主へと返却され、その値は買収前のターゲット企業の値に戻る。したがって、失敗した場合に持ち株を提供した株主が得られる値は v_0 である。これは、失敗すると予測した株主にとって得られる価値は、持ち株を提供した場合でもしない場合でも差がなく、同じ値 v_0 であることを意味する。したがって当然、このような株主は持ち株を提供するかしないかに無関心となる。このように、条件付き TOB の場合、たとえ失敗する場合を想定したとしても、株主は積極的に持ち株を提供するという行動をもたないといえる。

しかし、無条件 TOB の場合にはこの株主の判断に変化が生じる。すなわち、無条件 TOB においては、株式が十分集まらずに失敗した場合でも提供された株式は株主に返却されず、そのまま買い付けられる。したがって、持ち株を提供した株主が得られる価値は B である。これは、失敗することを想定した場合の株主の行動に変化をもたらす。つまり、失敗すると予測する株主にとって、持ち株を提供しない場合に得られる価値は v_0 であるのに対し、提供した場合に得られる価値は B である。したがって当然、この株主は v_0 よりも大きい B を得ようとする。この結果、失敗すると予測する株主は、持ち株を提供することになる。

このように、失敗したときに株主が得られる価値が、条件付き TOB では持ち株を提供してもしなくても同じ買収前の価値 v_0 であるのに対し、無条件 TOB では提供しなければ v_0 のままだが、提供すればオファ価格 B となるのである。したがって、失敗するとの期待を考慮した場合、無条件 TOB であれば、ターゲット企業の株主は持ち株を提供することになる。重要な点は、この場合の株主の持ち株提供は、 B が v_m 未満であっても行われうるという点である。すなわち、失敗を予測する株主にとっては、 v_m は実現しない値なので、選択肢とはならない。したがって、失敗を予測する株主は、 $B > v_0$ であれば持ち株を提供しようとする。

以上のように、Bebchuk 説は、GH 説の前提のうち、ターゲット企業の株主は TOB が確実に成功すると (合理的に) 期待するという前提を外し、失敗する可能性があることを株主の期待の中に盛り込んだ。これによ

って、無条件 TOB の場合、オファ価格が買収後の少数株式の価値を下回っていたとしても、株主が持ち株を提供する可能性があることが指摘された⁶²。たしかに、Bebchuk のこの指摘自体は、株主が持つ実際の期待をより正確に反映したものといえる。すなわち、ターゲット企業のすべての株主が TOB の成功を期待するとの想定は現実的ではない。実際には、失敗することを予測する株主も存在し、さらには成功と失敗の両方をそれぞれ異なる確率で予測する株主も存在すると考えられる。

しかし、この Bebhuk 説の指摘は、必ずしもただ乗り問題の解消の説明として有効であるかは疑問である。なぜなら、まず、失敗することを予測することでターゲット企業の株主が売却するという見方は、現実にはやや無理があると思われるからである。というのは、失敗すると予測するのは、基本的には買収者の資質あるいは買収後の経営の方法や効率性にターゲット企業の株主が否定的だからである。TOB に応じて持ち株を提供するということは、そのような買収者の行う買収を肯定的に評価することを意味する。したがって、純粋な利益追求以外のこのような側面も考慮した場合、ターゲット企業の株主が素直に持ち株を提供するかどうかは Bebhuk が主張するほど確定的ではないと思われる。もう 1 つのより重要な理由は、現実に行われる TOB の多くは無条件 TOB ではないことである。したがって、実際の多くの TOB がただ乗り問題を生じさせずに成功している理由を、無条件 TOB において失敗すると予測する株主が持ち株を提供するからだという Bebhuk の説明には大きな無理がある。

そもそも、買付者にとって無条件 TOB は大きなリスクがある。すなわち、通常 TOB の目的は、ターゲット企業の支配権の獲得であり、具体的には、通常は少なくとも過半数の株式取得である。ここでの買付者にとっての問題は、それに達するだけの株式がターゲット企業の株主から提供されるかどうかである。一企業の株式の過半数の取得に要する金額は、単純化すれば買収前の時価総額の 2 分の 1 がその最低額となる。さらに、売却を誘引するためのプレミアムもこれに上乘せしなければならず、買付者にとっては巨額の投資

となる。そのような巨額の投資を行ったうえで、提供された株式が過半数に満たずに失敗した場合、条件付き TOB であれば、買付者は提供された株式を株主に返却することができる。したがって、この場合買付のための支出額は全く不要となり、その他の諸コストの負担のみで済む。しかし、無条件 TOB の場合、株数が過半数に満たなくても提供された株式を買い付けなければならない。つまり、買付者は TOB を実施した目的である支配権を獲得できなかったにもかかわらず、成功した場合のものに近い投資額を支払わなければならないのである。このように、無条件 TOB は、買付者にかなり大きなリスク負担を強いる手法であり、実際には無条件 TOB があまり用いられないのは、この負担の大きさによると考えられる。したがって、たとえ Bebhuk 説で指摘されたように、無条件 TOB を用いれば失敗を予測する株主による売却を引き出せうとしても、買付者にとってはそれによる成功確率の上昇のメリットよりも、支配権の獲得に必要な株数が集まらないことによるリスクのほうが大きいと認識されているといえる^{63,64}。

以上から分かるように、Bebchuk 説で提起される無条件 TOB による説明は、GH 説の前提をはずすことによつて、失敗を想定したときにおいて株主が持ち株を提供するという可能性を指摘した点でその意義を認められうるが、失敗を予測する株主が素直に持ち株の提供に応じるという見方に疑問が生じうる。さらに、焦点となっている無条件 TOB 自体が買付者にとっての負担が大きくあまり利用されていない。このように、Bebchuk 説は論理上および実際上の説明力の点で大きな限界をもつものであるといわざるを得ないのである⁶⁵。

(3) 買収者の利益確保アプローチの優位と従来説の限界

以上、(1) で買収者の利益確保アプローチの 2 説（希薄化説と事前取得説）を、そして (2) でそれ以外のアプローチの 2 説（中枢株主説と無条件 TOB 説）を検討してきた。とくに、(2) の利益確保以外のアプローチの 2 説については、その内容にくわえて基本的な限界も合わせて指摘した。すなわち、(2) の説はどちらも、GH 説において置かれていた前提を崩すことに

より、買収のただ乗り問題が回避されると主張している。しかし、これは議論の出発点を否定することになるため、あまり適切な方法とはいえない。さらに、前述のように、(2)の両説とも、ターゲット企業の株主が持ち株を提供する可能性を指摘する点で一定の意義が認められる一方で、どちらも論理上あるいは実際上の説明力の点で基本的な限界を内包している。以上より、(2)のそれ以外のアプローチよりも、(1)の買収者の利益確保アプローチに基づくほうが理論上適切であり、さらに、ただ乗り問題が実際にはなぜ顕在化しないのかを説明する可能性が高いと考えられる。

このように考えれば、(1)の買収者の利益確保アプローチにおける、従来の希薄化説と事前取得説の説明によってただ乗り問題が解消し、その結果多くのTOBが実施され成功していると理解されることになる。ところが、以下にみるように、(1)の両説にも無視できない問題が含まれており、そのため、この両説が現実のただ乗り問題の潜在化を説明しているとは必ずしもいえないのである。

a. 希薄化説の限界

まず、希薄化説においては、ただ乗り問題の解消への具体的な方法は、「自発的」希薄化と2段階オファである。「自発的」希薄化の場合には、その実際上の効果を直接検証することは困難である。なぜなら、「自発的」希薄化の場合、買付者による買収後のターゲット企業の価値を低下させるとの脅威をターゲット企業の株主に抱かせるものすべてが実際上の方法となり、その希薄化された価値は株主それぞれが見込む評価値であるため、客観的な数値を入手することができないからである。ただし、GH説における「自発的」希薄化の次の点に注目すると、その問題点が浮かび上がる。すでに指摘したように、GH説における「自発的」希薄化は、いずれも実質的にはターゲット企業の価値の一部を買収者(買収企業)へ有利に移転することによって実現する⁶⁶。これは、本来買付者は経営改善によって増加したターゲット企業の価値を株主の立場から得るというGH説の基本的な発想と一致しないことはGH説の論理上の問題といえる⁶⁷。くわえて、この「自発的」希薄化が実際に行われているかどうかにも疑

問を抱きうる。というのは、Graham and Lefanowicz [1999]の実証分析に基づいて株式市場の反応からみた場合、GH説が想定するような、子会社を所有する親会社が子会社の価値を有利に移転することによって自らの価値を増加させているという行動は見出しにくいからである⁶⁸。

次に、2段階オファについてはどうか。まず、Comment and Jarrell [1987]によれば、TOBにおいてオファ価格よりもオファ終了後2日目の株価のほうが低くなるのだから、その低さの度合いは全株買付(any-or-all)オファの場合よりも(2.4%⁶⁹)、2段階オファの場合のほうが大きい(13.8%)。これは、2段階オファにおいてTOBで持ち株を提供しなかった株主のほうが、全株買付オファにおける同じ株主よりも大きな希薄化を被ったことを意味する。したがって、買付者にとっては、2段階オファによって希薄化が実現し、その分だけ買付額が削減された可能性が大きいことになり⁷⁰、希薄化説の有効性につながりうる。

ところが、2段階オファの利用とTOBの成否の関係を見た場合、希薄化説が全く有効でないことが明らかとなる。すなわち、Flanagan, D' Mello and O' Shaughnessy [1998]によれば、2段階オファの成功率(72%)は、そうでないオファの成功率(81%)より低いのである⁷¹。希薄化説によれば、買付者は希薄化することによって利益を確保でき、さらには強圧効果もあるとされる。したがって、買収はその分失敗しにくいと理解されているのだが、実際には2段階オファを利用したほうが成功しにくくなっている。したがって、希薄化は、実際にはただ乗り問題を解消する方法として十分に機能していないといえる⁷²。

b. 事前取得説の限界

次に、事前取得説の限界についてであるが、これは希薄化説よりやや込み入っている。まず確認すべき点は、事前取得に要するターゲット企業株式の取得価格は、その後のTOBでのオファ価格よりも低いと考えられることである⁷³。したがって、事前取得を利用することが、利用しない場合より買付額を低く抑えることができるのは確かである。これを前提として、事前取得の比率は、TOBの成功と正の相関をもつことが

報告されている (Walkling [1985] p.471, table 1)。さらに、成功した TOB と失敗した TOB のそれぞれの平均の事前取得比率は 9.24% と 5.87% で、成功した TOB のほうが有意に高いとの報告もある (Flanagan, D' Mello and O' Shaughnessy [1998])⁷⁴。これらの点から単純に推論すると、事前取得によるターゲット企業の株式買付額の削減が TOB の成功確率を増加させているとの結論に帰着しかねない。しかし、この結論付けは短絡的である。なぜなら、事前取得が成功確率を引き上げる理由は、コスト削減のほか、次の 2 つがあるからである。

理由の第 1 は、事前取得がターゲット企業の経営者の反対を低下させることである。TOB の成功確率についての従来の実証研究において、経営者が反対した場合の成功確率が低いことは共通した分析結果である⁷⁵。したがって、ターゲット企業の経営者の反対を抑えることが成功確率を引き上げることにつながりうる。従来の研究において、買付者の事前取得比率が大きくなるにつれて、経営者の反対の確率が低下することが実証されている (Walkling and Long [1984] pp.62-63, table 5, Jennings and Mazzeo [1993] pp.900-901, table 5, Cotter and Zenner [1994] pp.77-79, table 3.4)⁷⁶。これは、事前取得によって買付者がターゲット企業の経営者に反対しないように影響力を行使していることを示している。したがって、買付者が事前取得を増加させたことがターゲット企業の経営者の反対を抑制し、その結果として、成功確率が増加しているという可能性は十分考えられる。

理由の第 2 は、事前取得が潜在的な別の買付者の参入を抑制しうることである。すなわち、事前取得は、それだけ支配権取得に追加的に要する株式数と買付額が少ないことを意味する。したがって、先行する買付者は事前取得をしていれば、事前取得していない潜在的な買付者よりもそれだけ有利になる。このため、潜在的な買付者は、成句する買付者よりもターゲット企業の買収後価値を十分高く見積もっていない限り、潜在的な買付者は買付競争に参入しなくなりうる (Dewatripont [1993]、Ravid and Spiegel [1999])⁷⁷。つまり、事前取得の増加にともなう成功確率の増加の理由は、潜在的な別の買付者が参入しにくくなることにある可

能性があるのである。

この 2 つの理由により、事前取得が大きい TOB の成功確率が高いという関係は、事前取得説が想定するように、事前取得によるコスト削減が原因であるとは必ずしもいえないのである。

さらに重要なことは、事前取得という方法それ自体が実際の TOB において支配的に利用されているわけではない点である。すなわち、Bradley, Desai and Kim [1988] の実証分析において、サンプルの買収企業の 34.2% (236 社中 81 社) しか事前取得していない。また、Kaufman [1988] においては、サンプル企業の 14.4% (667 社中 96 社) のみしか 50% 以下の事前取得を行っていない。さらに、Jarrell and Poulsen [1989] においては、サンプル企業の 41.9% (172 社中 72 社) が事前取得をしていない。そして、Jennings and Mazzeo [1993] においては、サンプル企業の 15.6% (647 社中 101 社) のみしか事前取得されていない。したがって、事前取得を用いた場合、買付者は、買付額の削減のメリットやこれを含む様々な理由による TOB の成功確率の増加を享受できるにもかかわらず、必ずしもこれを利用しているわけではないのである。

c. 両説に共通する限界

以上の個別の限界にくわえ、希薄化説と事前取得説にはその論理構造上、次のような共通した限界を内包している。それは、買付価格の区別による買付者の利益確保という両説の方法に由来する。両説では、ターゲット企業株式の買付価格を 2 つに区別することにより、トータルの買付額を削減することが買付者の利益確保につながると説明される。すなわち、支配権の取得に関わる買い付けのための価格は買収後価値より高く、支配権の取得に関わらない買い付けでの価格はそれより低い。これによって、買付者は支配権の取得に関わる買い付けで損失を見込んだとしても、支配権の取得に関わらない買い付けの方でそれを埋め合わせるだけの利益を見込むことができると説明される。このように、両説では支配権の取得とは関わらない買い付けにおける低い方の価格が重視される。

問題は、もう一方の、支配権の取得に関わる高い方の価格である。繰り返しになるが、両説ではこの価格

は原則的に買収後価値を上回ることが求められる。これは、希薄化説も事前取得説もただ乗り問題の根本的な解消の仕方を説明しているわけではないことを意味している。ただ乗り問題は、ターゲット企業の株主と買収者としてTOBを成立させるための買収後価値とオファ価格の関係が矛盾することから生じる。そこでのオファ価格は、当然ながら支配権の取得のための買付価格であることが想定されている。ところが、従来の2つの説は、単にオファ価格を2つに区分し、成否に直接影響のない方の価格（支配権の取得に関わらない方の価格）を大幅に低下させることで、直接影響のある方の価格（支配権の取得に関わる方の価格）での損失を埋め合わせるといった消極的な発想である。そこでは、支配権の取得に関わる方の価格、すなわちTOBの成否により重要な買付価格については、依然として買収後価値を上回ることが原則とされているのである。したがって、これらの説明は、ただ乗り問題の根本的な解決を説明したものではないといわざるを得ない。

3. ただ乗り問題とこれまでの解消方法

以上より、これまでの議論について次のように要約することができる。まずGH説によって、ターゲット企業のただ乗り行動が価値を増加すると見込まれるTOBさえもその実施および実施されたときの成功を阻止しうることが提起された。しかし、現実には多くのTOBが実施され、そして成功している。このため、TOBの成立を阻むただ乗り問題が実際にはどのように克服されているのか、すなわち、ただ乗り問題の解消方法についての理論的説明が多くの論者によって提起された。その中で有力なアプローチと思われるのは、買収者の利益確保アプローチである。このアプローチに基づいた従来の説明は希薄化説と事前取得説である。これらは、買収者自らが買付価格を2つに区別して設定することによって利益を確保するという発想を源泉としている。しかし、この希薄化と事前取得でさえも、その利用に支障はなく、買付額の削減などの買付者にとってのメリットが小さくないにもかかわらず、実際には有効に機能していなかったり、あるいは支配的には利用されていない。この事実は次の点を示

している。すなわち、買付者は、実際にはこれらによるメリットが大きいとは認識していないと同時に、これらの手法を必ずしも必要としていないと考えざるを得ないのである。さらに重要なことに、希薄化説および事前取得説にみられる買付価格の区別という根本的な発想は、ただ乗り問題の解決を根本的に説明しているとはいえない。

したがって、ここでわれわれは、有効と思われる買収者の利益確保アプローチに基づきながらも、従来の希薄化あるいは事前取得という消極的な解消方法に依存することなく、ただ乗り問題を顕在化させない根本的な理由を解明しなければならないという結論に達する⁷⁸。次章においては、この新たな課題が考察されることとなる。

IV GH説の再検討とただ乗り問題の解消

第1節 ただ乗り問題の解消への2つの見方

前章において、GH説以降の多くの論者が提起してきたただ乗り問題に対する様々な解消方法は、ただ乗り問題を克服したいと考えている当事者である買付者にとって不可欠な手段と認識されているわけではないこと、すなわち、実際の多くのTOBの成立を説明しうる本質的な要因ではないことが明らかとなった。それでは、どのようにして実際にはただ乗り問題が克服されているのであろうか。

ここで、2つの見方ができる。第1は、買収者がターゲット企業の株主のただ乗り行動それ自体を制限するという見方である。そもそも、ただ乗り問題は、オファ価格が買収後価値を上回っていないとき、ターゲット企業の株主がより大きい買収後価値を得ようとしてオファ価格を受け入れようとしないうことから生じる。このようなターゲット企業の株主のただ乗り行為は、持ち株を提供せずに持ち続けていればその後に買収後価値を得られるであろうという期待に基づいている。この期待は、ただ乗り行為を行う余地があるということを前提としている。したがって、この前提がなくなれば、ターゲット企業の株主のただ乗り行為もその根拠を失うことになる。この見方およびその限界について、次の第2節で考察する。

第2は、買収後価値がターゲット企業株主と買収者として異なるという見方である。これは、GH説のモデルの結論である。GH説のモデルでは、ターゲット企業の株主にとっての持ち株を提供するための条件と、買収者にとっての買収を提起するための条件が挙げられている。ターゲット企業の株主にとっての売却する条件は、オファ価格が買収後価値より大きいことである。反対に、買収者にとっての買収を仕掛ける条件は、オファ価格が買収後価値より小さいことである。このように、両者の条件は矛盾する。この矛盾を解消するためには、買収後価値がターゲット企業の株主と買収者として異なるということを認める以外にはない。すなわち、ターゲット企業の株主が評価する買収後価値よりも、買収者が評価する買収後価値の方が大きいときに、両者の条件が満たされるのである。つまり、ターゲット企業の株主は、自らの評価する買収後価値よりもオファ価格が大きければ、持ち株を提供しようとする。一方、買収者は、自らの評価する買収後価値よりもオファ価格が小さければ、利益の確保を見込めるため買収を仕掛けることができる。この見方をとった場合の最大の問題は、実際には具体的にどのようにしてターゲット企業の株主が評価する買収後価値よりも、買収者が評価する買収後価値の方が大きくなっているのか、という点である。これに対する回答となる仮説が第3節において提起される。

第2節 ただ乗り問題と少数株主の排除

1. ただ乗り問題の解消方法としての少数株主の排除

TOBにおける「ただ乗り」とは、前章の第2節で述べたように、ターゲット企業の株主による買収後の改善価値への「ただ乗り」である。すなわち、まず買収者はTOBによりターゲット企業の支配権を取得し、経営者の交代、経営政策の変更といった費用・努力を投入することによってターゲット企業の企業価値を買収前の価値より大きくしようとする。このとき買収者は、この価値の増加の一部をプレミアムとしてオファ価格に盛り込む。なぜ一部かといえば、価値の増加すべてをプレミアムに転化してしまうと、自らが得られる利益がなくなることにくわえて、買収の実施に関わる費用を回収できなくなるからである。したがって、

TOBに応じて持ち株を提供する（したがって、結果的に買収の成功に貢献しようとする）株主は、価値の増加の全てを得るのではなく、その一部のみを得ることになる。換言すれば、このような株主が機会コスト（価値の増加全額のうちプレミアムとして得られなかった額、すなわち、売却していなければ上乗せされて得られると見込まれた利益）を負担することによって買収は実現しうる。一方、持ち株を提供しない株主は、このようなコストを負担しようとせず、価値の増加のすべてに参加しようとする。持ち株を提供しないことは、このための行為である。すなわち、この株主はTOBの際に持ち株を提供しないことによってターゲット企業の少数株主として存続し、買収による価値増加の全てを反映した買収後の企業価値への参加権を保有し続けようとするわけである。このように、持ち株を提供しない株主によるただ乗りとは、自らは買収者が行う経営改善への努力を投入することなく、さらに、持ち株を提供した株主が負担する買収実現へのコストを負担せずに、所有している株式の価値の増加を通じてターゲット企業の価値増加分すべてに参加しようとする行動である⁷⁹。これは具体的には、買収後におけるターゲット企業の少数株主の地位を得ようとする行為である。

このことは、次の分析結果からも推測されうる。すなわち、Comment and Jarrell〔1987〕の実証分析においては、そのサンプルがオファの形態ごとに無定量オファ、2段階オファ、部分オファの3つに分けられている。無定量オファは買付株数に上限のないもの、2段階オファは上限があり、その残った株についてはTOB後の合併で取得する予定があると発表するもの、部分オファは同じように上限があるが、残った株については後に取得する予定を発表しないものである。つまり、2段階オファと部分オファの相違は、買い付けなかった株式をTOB後に取得する意図が発表されているかどうかのみである。そこで、この2つのオファに対するターゲット企業の株主の株式提供への姿勢が注目される。2段階オファでは、株主の持ち株提供の平均比率は61.8%（件数は39件）で、部分オファでは、35.5%（件数は27件）である。もちろん、プレミアムや目標買付株数、あるいは両数値の統計上の有意性な

どへの考慮が不可欠ではあるが、この数値から単純に比較すれば、少数株主の地位が確保されている方（部分オファ）において、ターゲット株主はただ乗りしやすいことが伺える。

したがって、買付者にとって、本来の意味でのただ乗り問題に対する解消方法とは、買取後のターゲット企業の少数株主の地位を消滅させることであり、具体的には少数株主を排除する、すなわち“締め出す”ことであるという。買付者にとってこれを実現する直接的な方法は、ターゲット企業の株式全ての提供を買付の条件とすることで⁸⁰。こうすると、買取が成立した際にはターゲット企業の発行済み株式のすべてを買付者が手にすることとなり、少数株主の余地はなくなってただ乗り行為を防止することができる⁸¹。

しかし、実際には多くの TOB において過半数や2/3超といった全株以外の株数が買付の条件として設定されている。ここで問題とすべきは、なぜ多くの TOB において買付者は過半数といったただ乗りの余地を与えるような TOB を行うのかである。この理由として従来指摘されてきたのは、“締め出し”合併の実施が比較的容易だということである。たとえばアメリカにおいては通常、合併の承認は普通決議によって可能となる。したがって、TOB によって過半数の株式を確保できれば、買付者はその後の合併によって少数株主の排除をほぼ確実に行うことができる。つまり、持ち株を提供しない株主は、TOB 終了後の時点では少数株主として存続することは可能でも、最終的にはその後の合併によって締め出されるということである。

ここで重要な点は、以下に示すように、TOB 後の合併による少数株主の排除がオファ価格を超えない価格で実施することが可能なことである。

Bebchuk [1988] によれば、持ち株を売却せずに保有し続けた少数株主の持つ株式価値は一般的にオファ価格（買取提示価格）よりもかなり低いものとなり、さらに、この少数株式価値の低下は、買取後に少数株主を排除する“締め出し（freeze-out）合併”（あるいは“抜き取り（takeout）合併”）が買取直後に行われるか否かにかかわらず、発生しうるとされる⁸²。

まず、買取後すぐにこれらの合併が行われる場合だ

が、(Bebchuk [1988] 時点でのアメリカの) 関連法のもとでは TOB による買取者はオファ価格未満での少数株主への支払いが許されている⁸³。すなわち、その合併決議での買い取り請求の際に、買取額には買取からの利益を反映させなくてよいことが認められており、さらに、買取額の算定に必要なターゲット企業の買取前の価値を評価する際には、過去の利益と株価が根拠となる。したがって、買取前の価値にプレミアムをつけたオファ価格よりも低い価額になることは避けられない。くわえて、オファ価格よりかなり低い価値の証券での支払いを少数株主が受けた場合でも、裁判所はそれを認めている⁸⁴

次に、買取後すぐには合併が行われず、ターゲット企業が非完全所有子会社とされている場合だが、合併を後に延期することによって、少数株主へ支払う対価を小さくすることができる。すなわち、支払い対価の決定要素は利益と株価であるから、買取者はこれらが相対的に低いときを見計らって合併を行うことができる。さらに、買取者は故意に合併する前の時期のターゲット企業の利益を減少させることができ、あるいは配当政策や情報の発信によってその時期のターゲット企業の株価を低く抑えることができるのである。こうして、買取者は TOB 終了後もしばらくは子会社として継続し、時期を見計らって有利な条件で合併を行うことにより少数株主の価値を低くすることができる。

以上の Bebhuk の議論の結論は、TOB で持ち株を売却しなかったターゲット企業の株主は、最終的には TOB 後の合併によって締め出され、その締め出し価格はオファ価格より通常低くなり、したがって、株主はオファ価格と締め出し価格（希薄化説における低下された少数株式価値あるいは第2段階価格に相当）を比較して、後者が低くなることを見込んで持ち株を売却することになるというものである。

2. 少数株主の排除に基づく説明の限界

しかし、この締め出し合併による説明は、本章の課題への解答という点からは説得的ではない。すなわち、たしかに TOB では過半数のみの取得が行われたとしても、その後の合併が行われる時点で少数株主の排除が実現されうる。しかし、この見解は不十分であ

り、ただ乗り問題の解消の説明へ直ちにつながるものとはいえない。なぜなら、TOBが終了してから締め出し合併が行われるまでの期間が考慮されていないからである。すでに指摘したように、過半数などのようにTOBの成立条件が低く設定されている限り、ただ乗り問題が顕在化する可能性は常にある。ただ乗り問題の解消の説明で問われているのは、ターゲット企業の株主がTOBの際に売却するかどうかである。したがって、株主がTOBでの売却判断の際に一時的であっても少数株主となる余地が残されている限り、株主がTOBで売却しない可能性は否定できず、買収者はただ乗り問題による失敗のリスクを背負うことになるわけである。

この点をターゲット企業の株主の売却判断の点から考えると、株主は、たとえ後に行われる合併によって締め出されるとしても、それまでの期間に少数株主となって得られる価値がオフア価格より大きいと期待すれば、それを得ようとして持ち株を売却しないといえる。つまり、Bebchukが問題としているTOB後の締め出し合併における受け取り対価だけではなく、さらにTOB終了後のターゲット企業の株価がオフア価格より小さくなければ株主は売却しないことになる。したがって、これまで希薄化説において注目されてきたTOB後の株価が注目されなければならない。

この点については、Sullivan, Peterson and Peterson [1990]によると、成功したTOBなどの発表時点におけるターゲット企業の株価の平均調整後異常収益 (average adjusted abnormal return) は、TOB終了後のそれと有意な差がないことが明らかとされている⁸⁵。成功が予想される場合、TOB発表時点での株価はオフア価格とほぼ同じになることから、オフア価格とTOB終了後の株価には明確な差がないことが分かる⁸⁶。この事実から、成功の場合の株価がターゲット企業の株主にただ乗りへの大きな誘引にも抑制にもならないことが示唆される。さらに、考察範囲を広げて買収が失敗した場合をみてみよう。買収が失敗する場合、通常株主はオフア価格を得られないため、買収後価格はオフア価格ではなく買収前価格と比較されることになる。それゆえ、このように失敗した場合に買収後の株価が買収前より高くなれば、買収の失敗を予測したターゲ

ット企業の株主にとっては、持ち株を売却しないで買収が失敗した後に、買収前より高くなった価格で持ち株を売却することの方がより大きな利益を得られうることになる。そこで、Asquith [1983] (p.73, table 3) にならって、買収の発表時点から失敗の発表時点までの累積異常収益の分布を見てみると、プラスとなったのが全件数の44.0%、マイナスになったのが56.0%で、マイナスの方が多いがどちらもほぼ半分程度である。さらに、異常収益の大きさも0%～10%が全体の26.4%で最も多く、次に多いのが10%～0%の25.3%で、ここでも両数値はほぼ同じ程度である。そして、この2つの範囲ですでに全体の半数を超える件数(51.7%)が占められている。この事実を前提とした場合、たとえ失敗を予想できたとしても⁸⁷、その株主は、買収前の株価が買収後の株価を越えるかどうかについての支配的な結果を見出せず、したがって、これを売却するかどうかの判断材料とすることは困難といえる⁸⁸。このように、成功の場合においてオフア価格が買収後価値より低いということ、さらには失敗を予想した場合には買収前価格が買収後価値より低いと予測したことによって、ターゲット企業の株主が持ち株を売却すると買収者が期待しているとは考えにくいのである。

以上を要約すると次のようになる。ただ乗り問題を克服する本来的な方法は買収後の少数株主の排除である。しかし、買付者はこれを積極的に利用していない。したがって、買付者は少数株主の排除という方法によらなくても、ターゲット企業の株主によるただ乗りが顕在化しないと期待していると考えられる。まずはじめにその理由と考えられることは、TOB後の合併での締め出し価格がオフア価格を超えないことである。しかし、一時的にでもTOB終了後に少数株主として存続することが可能な場合、株主は締め出されるまでの期間に少数株主として得られる価値がオフア価格より大きければ、TOBで持ち株を提供しないことによってより多くの利益を得られる。したがって、より本質的な理由として考えられるのが、TOB後の株価がオフア価格を超えないという予測である。しかし、この予測もこれまでの実証分析の結果を前提とすれば妥当性を欠く。したがって、少数株主の排除という方法を用いなくても、何か別の理由から、ターゲット企業

の株主が持ち株を売却することを買付者は予測しているといわざるを得ない。次節ではこのことの説明を試みることにしよう。

第3節 ただ乗り問題解消の本質的解明

1. ただ乗り問題の解消と評価の差

前節では、少数株主の排除こそがただ乗り行動の根本的な抑制手段であり、買付者はこれを利用すれば株主のただ乗りを防止することができることが示された。それにもかかわらず、実際には買付者はこの手段を積極的に用いておらず、むしろ少数株主の存在を一時的に認める手段さえ行われている。これは、買付者はこれまで特別な方策を用いることなく、ただ乗りは自然に解消されると考えていることを意味している。このことから、買付者はなぜ株主が売却すると考えているのかを説明することが、ただ乗り問題の解消の説明につながる事が分かる。買付者のこの考えの根拠を明らかにするため、前節では、TOB後の株価がオファ価格を下回ることを実証結果から探ろうとしたが、説得的な結果を見出すことはできなかった。

そこで本節では、ただ乗り問題が自然に（何らの方策を用いずに）解消されうることを示す。その際、2つの点が前節までの考察の方法と異なる。第1は、TOB後におけるターゲット企業の株価の実現値ではなく、その期待値に注目することである。前節では、実証結果を前提として、その実現値がオファ価格より小さくならないと考えられることを確認した。しかし、オファ期間内に売却判断を迫られるターゲット企業の株主にとって、結局のところ直面しているオファのTOB後の株価がどうなるかは期間の終了まで分からない。したがって、たとえ過去の実現値がオファ価格より低い傾向があったとして、それが確実に保証されない限り、ターゲット企業の株主は最終的には自らでTOB後の株価を評価しなければならない。それゆえ結局、なぜ株主が売却するという意思決定を下すかについては、株主がTOB後のターゲット企業の株価をいかに評価するかが検討されなければならないのである。

第2は、買収後価値の評価の差に注目することである。前節では、オファ価格とTOB後の株価を直接比

較し、TOB後の株価の方が低くなることの可能性を探ってきた。本節では、ターゲット企業の株主の売却判断はこの2つの数値の比較により行われるという考え方を前提としながらも、両数値を直接的に並べて比較するという方法ではなく、両数値の形成過程を検討することからオファ価格がTOB後の株価を上回りうることを示す。すなわち、両数値とも、買収後のターゲット企業の価値についての評価に基づいたものであり、したがって、その評価過程から結果的な差が生じうるとの考え方が用いられる。つまり、本節では買付者とターゲット企業の株主の評価に差が生じうることを強調する。この考え方は、GH説のモデルの洞察に沿うものである。GH説のモデルでは、ターゲット企業の株主にとっての成立条件は、 $p \geq v_s$ 、買付者にとっての成立条件は、 $v_B - p - c > 0$ である。ここで、GH説が行ったように、はじめに $v_s = v_s$ 、すなわち、ターゲット企業の株主も買付者もターゲット企業の買収後価値を同様に評価する場合を考えると、両条件を満たす p はない。そこで、実際に多くのTOBが成立していることを証明するためには、 $v_s < v_s$ が必要である。これについて直接的な説明を試みているのは希薄化説である。しかし、すでに指摘したように、従来の希薄化説は十分なものとはいえない。すなわち、 $v_s < v_s$ についての具体的な説明としては、GH説の提起した「自発的」希薄化は論理的な難点を持ち合わせているため、実際に効果的に利用されているか疑問が生じる。さらに、2段階オファには実際の効果がみられず利用も少ない。このように、これまでの希薄化説では $v_s < v_s$ についての説得的な説明が行われていないのである。したがって、本節では、ただ乗り問題の自然な解消を説明するためには、なぜ何らの方法を用いなくても買付者の評価する買収後価値とターゲット企業の株価の評価するそれに差（ $v_s < v_s$ ）が生じうるかが説明されなければならない。

2. TOB終了後におけるターゲット企業株式の割引

まず、ターゲット企業の株主は買収後の価値をいかに評価するのであろうか。この点を考察する際に、TOB後のターゲット企業の株価形成を注目することは有効である。なぜなら、ターゲット企業の株主ある

いは市場は、TOB終了後の株価にターゲット企業の買収後価値が反映されているとみなしていると思われるからである。Sullivan, Peterson and Peterson[1990] (pp.413-414, table 2)においては、2段階に分けて最終的にターゲット企業の全株式が取得されたTOBなどの買収が取り上げられ、はじめの取得段階において全株買収を予定していることを公表したものとしていないものを区別してそれぞれの株価の反応が調査されている。まず、はじめの発表時においては、全株買収の意図を発表したものとしていないものはどちらもほぼ同じ様に株価は上昇した⁸⁹。これは、市場が全株買収かどうかを区別していないことを示していると推測しうる。さらに、第2段階の買収発表（未公表の買収においては100%買収の意図の発表）時においても、株価はどちらも上昇し、しかも未公表であった方の上昇は既公表の方の上昇を大きく上回った⁹⁰。この結果は、市場がTOB後の締め出しによってターゲット企業の少数株主として持続的に存続する余地がなくなること何ら否定的な評価を下しておらず、むしろそれを高く評価していることを示している。つまり、本来、継続的な少数株主の地位が株主にとってただ乗りを実施するうえでの必要条件であるならば、第2段階の買収発表時において、少なくとも未公表であった方が既公表よりも株価の上昇は小さいはずであるが、実際の結果はそうっておらず、むしろ逆になっている。これは、このような市場の判断がターゲット企業の株主の判断と大きく異ならないとすれば⁹¹、市場およびターゲット企業の株主は、TOB後に締め出されずに少数株主として持続的に存続して経営改善による価値の増加を含む買収後価値を得ることと、後に締め出されても一時的に少数株主となり、TOB後の株価を享受できることを区別していないことを意味している。このことはさらに、市場およびターゲット企業の株主が、TOB後の株価が自らの評価する買収後価値を反映しているとみなしていることを意味していると考えられる。これらを前提とすると、TOB後の株価を考察することは、ターゲット企業の株価が買収後価値をいかに評価するのかを考察することに代替するといえるのである。

ところで、TOB終了後のターゲット企業の株式価

値評価において着目すべき点は、それが割引されることである。TOBは典型的には支配権を取得することを目的とする。したがって、TOBが成功した場合、少なくとも過半数の株式は買付者一人が所有することになる。その結果、株主数の減少が必然的にもなわれ、ターゲット企業はしばしば非公開化される。ターゲット企業がTOB終了後も公開会社として存続する場合でも、TOBの成功後では多くても50%未満の株式しか市場に流通しないこととなるため、やはりその市場流動性が大幅に低下することは免れない。さらに、TOB直後に公開会社として存続するとしても、通常のようにその後の締め出し合併が予測されれば、この株式への市場参加者（とくに買い手）が多くなることは考えにくいから、TOB後におけるターゲット企業株式の流動性の低下はより確実なものと考えられる。

このような流動性の大幅な低下は、TOB終了後におけるターゲット企業株式の価値の低下を示唆する。これまでの研究から、流動性の低下が株式価値の低下をもたらすことは実証された見解である。たとえば、SECに登録していない、いわゆる“制限付き株式 (restrictive stock)”の保有者は、一定の財務知識のある投資家 (sophisticated investors) への私募による売却は認められるが、市場への売却は認められておらず、原則として2年間は保有していなければならない⁹²。つまり、制限付き株式には2年間流動性がない状態となる。Silber [1991]によれば、この制限付き株式の価値は、市場を持つ同等のクラスの普通株の価格よりも平均33.75%割引されることが報告されている。さらに、Power and McMunigle [1999] (p.33)によれば、市場性のない株式の価値の割引に関する多くの研究はいずれも、市場性のある株式価値とないそれとの差が25～35%になることを示しているとされている。このように、TOB終了後のターゲット企業株式の流動性の大幅な低下によってその価値も低下するといえる。

ここで、ターゲット企業株式のTOB後における市場流動性の低下に注目することの有効性についてふれておくべきであろう。これが有効であるのは、流動性の低下こそが買収後価値の評価においてもっとも確実に起こりうる将来の事象だからである。通常、投資家

が株式の価値の評価を行う場合、まず、それに影響しうる将来発生しそうな事象を想定する。ただし、必ずしも全ての投資家が同じ事象を将来発生するものと想定するとは限らず、むしろ投資家ごとに想定する将来の事象とその影響に対する評価は異なるであろう。この結果、株式の価値の評価は、投資家ごとに異なって想定された将来の事象に基づいて行われる。こう考えると、TOB後におけるターゲット企業株式の評価について考察する際、その市場流動性に注目することは有効であるといえる。なぜなら、TOBの成功はその後のターゲット企業株式の流動性の大幅な低下を直接意味するからである。したがって、おそらくほとんどすべてのターゲット企業の株主がこれを評価の材料とすると推測されるからである。

なお、少数株式価値の低下には、流動性の低下だけでなく、支配権を持たないことも反映される。これは、課税上の保有株式の公正価値の評価において典型的にみられる。たとえば、非公開会社 Curran Contracting Company (以下、CCC) の4人の少数株主とアメリカ内国歳入庁との評価における見解の相違による裁判が行われたが、その判決の一部として、CCCの普通株式価値合計から市場の流動性不足による20%の割引とともに、少数株式であることによる割引も25%と命じられている⁹⁵。これは、非公開会社の例であるが、TOBによってターゲット企業の株式の流動性は低くなるため、その少数株式は非公開会社の株式に類似する面をもつことになる⁹⁶。したがって、CCC株式における割引の数値の大きさは、TOB終了後の少数株式価値の割引の程度を測る参考になりうる。

ただし、ここで少数株主となるターゲット企業の株式として想定されているのは、TOB前から支配権を有する株主ではなく分散された株主である。したがって以上でみてきたTOB後におけるターゲット企業の株式価値が割引される原因のうち、持ち株を売却しないターゲット企業の株主にとってとくに問題となるものは、流動性の低下である。したがって、以下では流動性の低下を割引の主要な原因と考えて論を進める。

3. 買付者とターゲット企業株主の割引率の差による ただ乗り問題解消の説明

以上から明らかのように、ターゲット企業の株主が評価するTOB後のターゲット企業株式の価値は、その流動性の低下によって大幅に割引されると考えられる。しかし、ここで問題が生じる。すなわち、流動性の低下などによってTOB後におけるターゲット企業株式の価値が低下することが予測されたとしても、それは、買付者の評価する買収後価値より低いことを必ずしも保証するものではない。つまり、ターゲット企業の株主と買付者の評価に差が生じることと直接結びつくわけではない。したがって、以上の点のみでは買収成立の条件は満たされないのである。

そこで注目すべきは、ターゲット企業の株主と買付者のリスク評価の相違である。流動性の低下などによってTOB後のターゲット企業価値の低下が生じる理由は、流動性の低下に関わるリスクが追加的に見積もられたことにある。流動性の低下にともなうリスクとは、流動化する必要が生じたときに、ただちに売却できないリスク、あるいは売却できたとしても取引が少ないことによってより低い価格での売却を余儀なくされるリスクである。つまり、このリスクに見合うだけの価値の割引が行われる。このとき、このリスクの評価の程度、すなわち、どれだけ割引するかがターゲット企業の株主と買付者とで異なると考えられるのである。

まず、買付者にとって、TOB後におけるターゲット企業株式の流動性の低下は大きなリスク要因となり得ないと考えられる。なぜなら、まず通常、買い付け者はターゲット企業の支配権獲得を目的としているから、自ら実施する過半数の買付が流動性の低下を招くことを事前に認識しているはずだからである。さらに、買付者は、より有効な資源配分など自らが計画している経営改善政策の実施が完了し、その効果が現れ、さらにこれらがターゲット企業の株式価値に十分に反映されるまで、取得した過半数の株式を流動化する意図はないはずだからである。したがって、買付者にとっては、ターゲット企業株式の流動性はTOBの実施前よりも大幅に低下することを前提としている。一方、ターゲット企業の株主は、基本的にはTOBの実施を知る前に株主となっており⁹⁵、それゆえ、TOBの実施前の流動性を前提にしてターゲット企業株式を取得し

ている。したがって、流動性の点のみについていえば、ターゲット企業の株主には、もしTOBが実施されることによって流動性が低下することを事前に知っていたらターゲット企業株式を取得していなかったであろう株主を含んでいることになる。このような株主にとっては、株式の流動性に対する評価は買付者にとってのそれと異なっており、したがって、流動性の低下に対する株式価値への割引の度合いも異なる。このように、両者ともターゲット企業の株主という点では同じであっても、TOB前よりも流動性の低下した場合のターゲット企業株式の価値に対する割引は、ターゲット企業の株主全体においては大きく、買付者においては小さくなると考えられる。

この両者間の割引度合いの差は、さらに両者の時間的視野の相違によっても引き起こされる。Shleifer and Vishny [1990] は、投資家のもつ時間的視野の差がその投資・売却姿勢に影響を与えることを提起している。すなわち、ある証券が誤って（たとえば、過少に）価格づけられている（mispriced）と信じて、それに投資している鞘取りの投資家は、市場がそれを是正するまでの期間、その誤った価格づけを甘受しなければならない。このとき、この投資家の時間的視野が短い場合（例えば、投資の際に調達した負債の利息が高いため）、この投資家は価格が是正される前にその証券を流動化することを迫られるというわけである。

さらに、Amihud and Mendelson [1986a, 1986b] によれば、保有期間の異なる投資家によって、同じ証券に対する要求利益率が異なることが指摘されている⁹⁶。これは、保有期間が終了する以前に証券を流動化しなければならない確率が投資家によって異なるからである。つまり、どの投資家も高い流動性を好むであろうが、保有期間の短い投資家は、長い投資家よりも流動性の高い証券に対してより高い価格で購入するというわけである。換言すれば、保有期間の短い投資家は、長い投資家よりも流動性の高い証券の価値をより高く評価するのである。

くわえて、Longstaff [1995] は、流動性が低いことによる割引が保有期間のごく短い場合においてさえも大きいことが報告している。

以上の指摘は、いずれも投資家の時間的視野がその証券の評価に影響を与えることを示唆している。つまり、流動性が同じ証券に対して、時間的視野が短い投資家の方が、評価を低くする傾向を持つということである。このような評価の差の原因は結局のところ、投資家の割引率の差にあるといえる。つまり、同じ投資家でも採用する割引率の差によって、その現在価値は異なる。したがって、異なる投資家がたとえ将来のキャッシュフロー流列について同じ期待を持っていたとしても、採用する割引率が大きければ結果的に現在価値は小さくなるわけである。このことは、短期的な視野を持つ投資家は株式価値の評価においてより大きな割引率をもつことを意味している。

この点について、買付者とターゲット企業の株主を比較すると、買付者の方がターゲット企業の株主全体より長い時間的視野を持つと考えられる。なぜなら、すでにふれたように、買付者はTOBを試みる時点で、経営改善が実施されその成果が株式価値に十分反映されるまで所有し続けることを前提としている。通常、この期間は長期になることが予想される。たとえば、Muscarella and Vetsuypens [1990] の調査サンプルをみみると、リバースLBO企業（LBOを行って非公開化した後に再び公開した企業）の、再公開までの期間は、平均で34.7ヵ月、中央値で29.0ヵ月であり、最大値は93.0ヵ月に及ぶ⁹⁷。したがって、買付者は約2年半から3年間、長ければ8年近くの間、ターゲット企業の株式を持ち続け、全く流動化しないことを前提としているといえる。これに対し、一般的な投資家は、分散投資をしておりポートフォリオの最適化を目指して保有証券を入れ替える。この最適化において、必ずしも長期的なリターンばかりではなく、むしろ常時的な、すなわち短期的なリターンも求められる。したがって、ターゲット企業の株主の中には、ターゲット企業の株式1銘柄のみをこのような長期間流動化できなくなることを許容できない株主も存在する。そのような株主にとっては、改善価値が実現するまでの長期間を要するターゲット企業の買収後の株式価値を大きく割引かざるを得ない。

以上から明らかなことは、まず流動性の低下に対するリスクの評価と、時間的視野の両方が、割引率を

通じて株式価値の評価に影響を与えるということである。すなわち、流動性の低下のリスクについてより大きく見積もり、短期的な視野をもつ投資家は、株式価値を相対的に低く評価することになるということである。これを買収成立に即して換言すれば、ターゲット企業の株主は買付者と比較して、流動性の低下に対するリスクの評価が大きく、時間的視野も短期的である場合、TOB後のターゲット企業の株式価値を評価する際に大きな割引率を採用すると考えられる。

ここで重要な点は、このような考え方によって、ターゲット企業の株主はたとえ買収による経営改善によって生み出されるTOB後のターゲット企業のキャッシュフロー流列について買付者と同じように見積もっていたとしても、その割引率が買付者のそれより低いことにより、TOB後のターゲット企業の価値を低く評価することになる点である。これは、GH説の買収成立条件が満たされることを意味する。前述のように、GH説の成立条件を満たす $v_s < v_B$ がいかに説明されるかが本節の課題であった。そして、流動性の低下に対するリスク評価や時間的視野の相違による割引率の差によって、ターゲット企業の株主の評価が買付者のそれより低くなりうる、すなわち、 $v_s < v_B$ が生じうることが示されたことになる。これによって、買付者が何らの方法を用いることなく、ただ乗り問題が解消されることを説明されたことになる。

なお、次の点には注意すべきである。第1に、割引された後のターゲット企業の株主の評価と買付者の評価との差は、十分に大きい必要がある。なぜなら、買付者側の成立条件から分かるように、買付者に利益が見込まれるためには、買収を実施するために要したコストを上回らなければならないからである。第2に、この割引率の差による説明は、少数株主として存続する余地があるか否かに影響されない。たとえば、希薄化説の考え方によれば、締め出しが行われず、したがって、ただ乗りする余地があればターゲット企業の株主は持ち株を売却しないことになる。しかし、本節で提示した割引率の差による説明によれば、たとえ少数株主として存続する余地があったとしても、ターゲット企業の株主は売却しうる。なぜなら、たとえ買収後数年が経過し経営改善の成果が現れてキャッシュフロ

ーが増加し、それによって株式価値が増大したとしても、それまでの期間少数株主となって流動性の低いターゲット企業の株式を所有することにリスクが大きいからである。

第4節 割引率の差による説明の成立条件

以上のような割引率の差による説明によって、買付者とターゲット企業の株主との間に評価の差が生まれ、何らの方法を用いなくてもただ乗り問題が解消されうるとの仮説が提起された。しかし、この説明によって完全にただ乗り問題が顕在化しなくなるというわけではない。上でみた割引率の差による基本的な説明に、次の3つの条件が満たされたとき、はじめて完全にただ乗り問題が解消され、TOBは成功する。

第1に、ターゲット企業の株主は、TOB後のターゲット企業株式の流動性の低下に対するリスク評価を買付者のそれより十分に大きく、そして時間的視野を十分に短くもっていなければならない。というのは、ターゲット企業の株主と買付者との間に、流動性の低下に対するリスク評価と時間的視野の相違があることが評価の差の原因となっているからである。

第2に、ターゲット企業の株主は、買収後の期待キャッシュフロー流列について、ターゲット企業の株主は、買収者の期待と少なくとも同じか、あるいは金額において小さく、時期について遅く見込んでいなければならない。割引率の差が提起される目的は、買付者の評価する買収後価値よりターゲット企業の株主の評価するそれが小さくなるためである。したがって、ターゲット企業の株主がたとえ買付者の採用するものより小さい割引率を用いたとしても、割引引く対象となるキャッシュフロー流列について買付者の期待よりはるかに大きいものを期待していれば、結果的に買付者の評価値より株主の評価値の方が大きくなる可能性は残る。なお、割引には時間の要素が考慮される。したがって、株主の期待キャッシュフロー流列の値は金額においてより小さいことに加えて、時期においてより遅い必要がある。

第3に、ターゲット企業の株主は、そのTOBが成功すると見込んでいなければならない。なぜなら、割

引率の差による説明では、評価の差は買付者が何も特別な方法を用いることなく発生し、したがって株主は自発的に売却するようになる。しかし、株主の自発的な売却の理由は TOB 後のターゲット企業株式の流動性の大幅な低下とその継続であり、これは TOB が成功した場合に生じる。したがって、ターゲット企業の株主は、TOB が成功しないと考えたときは、株式を売却する理由をもたない。したがって、割引率の差による説明においては TOB が成功するためには、十分多くのターゲット企業の株主が TOB の成功を見込んでいる必要がある。なお、これは GH 説とは対照的な認識である。すなわち、GH 説におけるただ乗りの考え方では、株主は TOB が成功すると見込んでいるために買収後価値にただ乗りしようとして売却しないとされる。一方、割引率の差による説明では、株主は成功すると見込んでいるために TOB 後のターゲット企業株式の流動性の低下を予測し、売却するとみなされるのである⁹⁸。

ただし、十分多くの株主が TOB の成功を見込むという条件は、あくまで客観的な条件である。むしろ、各株主がそのように考えて持ち株の売却の必要性を認識することがこの条件の本質である。したがって、第 3 の条件は正確には、ターゲット企業の各株主が、自分以外の十分多くの株主は TOB の成功を見込んでいると認識していなければならないことであるといえる。

では、これらの 3 つの条件は満たされうるかを以下で考察しよう。第 1 点目の条件については、すでに説明したように、買付者とターゲット企業の株主との間に、投資における流動性の低下に対するリスク評価および時間的視野の差があることは十分予測される。すなわち、公開会社の株式は即座の売却が可能である点が非公開株式との最大の相違点である。したがって、個人投資家や機関投資家といった公開会社の一般的な株主は、一部の特殊な存在を除いて、長期にわたって全く売却できなくなることを想定して当該株式を取得するわけではない。したがって、多くの場合非公開化を前提として買収を実施する買付者と一般の公開会社への投資家にリスク評価の差が生じることは十分考えられる。また、時間的視野についても、事業上のシナ

ジーを追求する戦略的買収型の買付者は原則的に買収後永続的な買収効果を想定しているため、一般的な投資家より長期の視野をもっていることはほぼ明らかである。さらに、エグジットを狙う財務的買収型の買付者については、短期投資を行う一般的な公開株式の投資家よりその保有期間が概して短いとは考えにくい。このように、買付者とターゲット企業の株主の間に、投資における流動性低下のリスク評価および時間的視野の差が生じるとみなすことに大きな無理はないであろう⁹⁹。

第 2 点目の、ターゲット企業の株主は、買収後の期待キャッシュフロー流列について買収者の期待と少なくとも同じか、あるいは金額において小さく、時期において遅く見込んでいなければならないという条件は、いずれも株主および買収者の期待値でありこれを直接かつ正確に検証することはほとんど不可能である。しかし、とくに期待キャッシュフロー流列の金額に関連して、買付者はターゲット企業の実際の価値と自らの経営改善能力について過大評価しやすいことは十分に推測しうる。

この推測の理由は、まず多くの買収において買収後の成果が思わしくないことである。たとえば、村松〔1973〕はアメリカの 1965 年までを調査期間とした 10 個の実証研究の一覧を示しているが¹⁰⁰、そこでは買収・合併によってその後収益性が生み出されたと明確に結論付けているものは 1 つしかないことが明らかとなっている。その後に行われた実証研究においては、収益性の改善を結論づけるものとそうでないものが混在している¹⁰¹。さらに、買収企業の買収後における株価のパフォーマンスに関しては、多くの研究がマイナスのリターンという実証結果を報告している¹⁰²。

さらに、これに関連して、買付者によるプレミアムの過剰支払いがしばしば指摘される。たとえば、Roll〔1986〕は買付者が自信の経営能力を誤って評価し、改善による価値の増加を過大に見積もることを提起している。さらに、このような過剰支払いが実際に存在することが多くの実証研究により示されている¹⁰³。ただし、この過剰支払いは、買付者がそれを知っていてわざと行って生じたものではないとされる (Seyhun〔1998〕)。つまり、買付者は実際よりも買収後の期待

キャッシュフロー流列を楽観視しやすいといえる。

以上より、TOB後のキャッシュフロー流列の金額を予測する際に、買付者がターゲット企業の実際の価値と自らの経営改善能力について過大評価しやすいことは十分推測されうる。したがって、他の条件を一定としたとき、買付者の期待する割引前のキャッシュフロー流列の値がターゲット企業の株主の期待するそれより大きくなりやすいという考えには無理がないと考えられる。

次に、第3点目の、ターゲット企業の各株主が自分以外の株主のTOB成功への確信を認識していなければならないという条件についてである。これも、個々の株主の認識に関する内容なので直接的な検証はできない。しかし、TOBの成否について客観的に認識する方法がSamuelson and Rosenthal [1986]によって提起されている。それによると、TOBの成否は、オファが発表されてからオファ期間が終了する締め切り日までの期間におけるターゲット企業の市場価格の動向から判断することができる。すなわち、成功が予測される場合、ターゲット企業の株価はオファ価格に近い値を示し、失敗が予測される場合、後退価格 (fallback price) に近い値を示す。したがって、株価の水準をみることによってTOBの成否をそのオファ価格の終了前に予測することができるというわけである。Samuelson and Rosenthal [1986]は、この仮説に基づく実証分析も行っており、それによると、仮説は支持されることが示されている。すなわち、オファが発表されてからオファ期間が終了する締め切り日までの期間において、成功する場合のターゲット企業の株価は発表時点から一貫して上昇し続け、終了時点ではオファ価格と等しい値を示す。失敗する場合の株価は、若干の変動はあるが、発表時点から終了時点まで減少傾向にあり、最終的に後退価格に落ち着く。以上の仮説および実証結果から、TOBの成否はオファ期間の終了前にかかなりの確率で判断することが可能とされる¹⁰⁴。

この仮説および実証結果は、TOBの成否について市場が効率的な判断を下すことを示している。市場の株価を形成するのは、もちろんターゲット企業の株主だけでない。むしろ、TOBが発表された後の株価については、いわゆる合併鞆取り者 (merger arbitra-

guer) の役割が大きい。すなわち、この鞆取り者はオファの発表にともなって、成功すると予測すれば市場でターゲット企業の株式を取得する。そうすることによって、成功した場合にオファ価格で持ち株を買付者に売却して利益を得る。しかし、(通常は条件付きのTOBであるため) 当然ながら失敗したときは買付者は買い取らず、発表によって上昇した高値での取得によってこの鞆取り者は損失を被る。このように、とくに合併鞆取り者の総合的な判断の結果が株価となって現れる。厳密に言えば、この鞆取り者が市場からターゲット企業の株式を取得した際に、それまでの株主は売却していることになる。この売却株主はTOBが失敗することを予測していると考えられる。したがって、厳密には発表時点におけるターゲット企業のすべての株主が買付者への持ち株の提供に対する判断を求められるわけではない。しかし、たとえオファ期間中に株主が入れ替わったとしても、オファ締切日時点におけるターゲット企業の株主が、買付者への持ち株提供の判断を迫られていることはたしかである。これらのことは逆に、市場の見解とターゲット企業の株主の見解の差がないことを示している。

このように、ターゲット企業の各株主は、買収後価値を自身で評価すると同時に、市場の総合的な判断を株価の動向から知ることによって、TOBの成否を予測することができる。このことは実質的に、ターゲット企業の各株主が自分以外の株主のTOB成功への確信を認識しているという第3の条件に妥当性があることを示しているといえる。

V おわりに

本論文は、従来の買収成立モデルの意義と特徴を分析し整理してきた。その結果、Grossman and Hart [1980]の登場によって、買収成立のモデルが飛躍的に精緻化され、それが提起した“買収のただ乗り問題”の解消の説明にその後多くのモデルが生み出されたこと、そして、(Grossman and Hart自身の説明を含めて) いずれも現実のただ乗り問題の解消に対する説得的な説明を与えていないことを明らかにした。そして最後に、従来のモデルとは異なり、買収者が何らの策を講じなくても、買収者とターゲット企業の株主の流動性

に対するリスク評価の差と時間的視野の差の存在によって、ただ乗り問題は解消されているとの仮説を提起した。この仮説の妥当性についての実証的な裏づけ作業を進める必要があり、これは今後の課題としたい。

【参考文献】

Alberts, William W., "The Profitability of Growth by Merger," W.W.Alberts and J.E.Segall eds., *The Corporate Merger*, University of Chicago Press, 1966, pp.235-238.

Asquith, Paul, "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics*, vol.11, April 1983, pp.51-83.

Bagnoli, Mark and Barton L. Lipman, "Successful Takeovers without Exclusion," *Review of Financial Studies*, vol.1, no.1, Spring 1988, pp.89-110.

Bagnoli, Mark and Barton L. Lipman, "Stock Price Manipulation through takeover bids," *RAND Journal of Economics*, vol.27, no.1, spring 1996, pp.124-147.

Baumol, W. J., *Business Behavior, Value and Growth*, MacMillan, 1959. (伊達邦春・小野俊夫訳『企業行動と経済成長』ダイヤモンド社、1962年)

Bebchuk, Lucian Arye, "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers," *Harvard Law Review*, vol.98, no.8, June 1985, pp.1693-1808.

Bebchuk, Lucian Arye, "The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy," in Coffee, Lowenstein, and Rose-Ackerman, eds., *Knights, Raiders, and Targets*, Oxford University Press, chp.25, 1988, pp.371-397.

Bebchuk, Lucian Arye, "Takeover Bids below the

Expected Value of Minority Shares," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.24, no.2, June 1989, pp.171-184.

Bradley, Michael, "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control," *Journal of Business*, vol.53, no.4, 1980, pp.345-376.

Bradley, Michael, Anand Desai, and E. Han Kim, "The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information of Synergy?" *Journal of Financial Economics*, vol.11, April 1988, pp.183-206.

Brown, David T., "The Construction of Tendering Offers: Capital Gains Taxes and Free Rider Problem," *Journal of Business*, vol.61, no.2, April 1988, pp.183-196.

Bulow, Jeremy, Ming Huang, and Paul Klemperer, "Toeholds and Takeovers," *Journal of Political Economy*, vol.107, no.3, June 1999, pp.427-454.

文堂弘之「アメリカにおける合併動機に関する理論の展開 —ミューラーの成長極大化仮説を中心にし—」『明治大学大学院 経営学研究論集』第2号、1995年3月、365 - 382 ページ。

Burkart, Mike, "Initial Shareholdings and Overbidding in Takeover Contests," *Journal of Finance*, vol.50, no.5, Dec. 1995, pp.1491-1515.

Cadsby, C. Bram and Elizabeth Maynes, "Corporate Takeovers in the Laboratory When Shareholders Own More than One Share," *Journal of Business*, vol.71, no.4, Oct. 1998, pp.537-572.

Carey, Mark, Stephen Prowse, John Rea, and Gregory Udell, "The Economics of the Private Market," *Staff Paper*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Dec. 1993.

- Choi, Dosoung, "Toehold Acquisitions, Shareholder Wealth, and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.26, no.3, Sept. 1991, pp.391-407.
- Cohen, Lloyd R., "Why Tender Offers? The Efficient Market Hypothesis, The Supply of Stock, and Signaling," *Journal of Legal Studies*, vol.19, no.1, Jan. 1990, pp.113-143.
- Comment, Robert and Gregg A. Jarrell, "Two-tier and Negotiated Tender Offers: the Imprisonment of the Free-riding Shareholder," *Journal of Financial Economics*, vol.19, no.2, Dec. 1987, pp.283-310.
- Cotter, James F. and Marc Zenner, "How Managerial Wealth Affects the Tender Offer Process," *Journal of Financial Economics*, vol.35, no.1, Feb. 1994, pp.63-97.
- Demian, Suresh, "The Theory of Corporate Takeover Bids: A Subgame Perfect Approach," *Managerial and Decision Economics*, vol.15, no.4, July-August 1994, pp.383-397.
- Dewatripont, M., "The 'Leading Shareholder' Strategy, Takeover Contests and Stock Price Dynamics," *European Economic Review*, vol.37, no.5, June 1993, pp.983-1004.
- Dimson, Elroy, "Risk Measurement When Shares Are Subject to Infrequent Trading," *Journal of Financial Economics*, vol.7, no.2, June 1979, pp.197-226.
- Dukes, William P., Oswald D. Bowlin and Christopher K. Ma, "Valuation of Closely-Held Firms: A Survey," *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.23, no.3, April 1996, pp.419-438.
- Ebeid, Fred J., "Tender Offers: Characteristics Affecting Their Success," *Mergers & Acquisitions*, Fall 1976, pp.21-30.
- Fabozzi, Frank J., Michael G. Ferri, T. Dossa Fabozzi, and Julia Tucker, "A Note on Unsuccessful Tender Offers and Stockholder Returns," *Journal of Finance*, vol.43, no.5, Dec. 1988, pp.1275-1283.
- Fama, Eugene F., "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, vol.25, 1970.
- Farrar, John H., "The Duties of Controlling Shareholders," in John H. Farrar ed., *Takeovers, Institutional Investors, and the Modernization of Corporate Laws*, Oxford University Press, 1993, chp.12, pp.383-401.
- Flanagan, David J., James P. D' Mello, and K. C. O' Shaughnessy, "Completing the Deal: Determinants of Successful Tender Offers," *Journal of Applied Business Research*, vol.14, no.3, Summer 1998, pp.21-32.
- Gort, Michael, "An Economic Disturbance Theory of Mergers," *Quarterly Journal of Economics*, vol.83, Nov. 1969, pp.624-642.
- Goshen, Zohar, "Controlling Strategic Voting: property rule or liability rule?" *Southern California Law Review*, vol.70, no.3, March 1997, pp.741-804.
- Graham, Roger C. Jr., and Craig E. Lefanowicz, "Majority and Minority Ownership of Publicly-Traded Firms: A Test of the Value of Control Using Market Multiples," *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.26, no.1 · 2, Jan./Mar. 1999, pp.171-198.
- Greenblatt, David A., "Post-Tender Offer Purchases: Rebalancing the Scales," *Texas Law Review*, vol.65, no.1, Nov. 1986, pp.185-213.

- Grossman, Sanford J. and Oliver D. Hart, "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation," *Bell Journal of Economics*, vol.11, no.1, Spring, pp.42-64.
- 広田真一・西條辰義・濱口泰代・川越敏司「金融の実験経済学—テークオーバー・メカニズムに関する考察—」『フィナンシャル・レビュー』2000年4月、58 - 83 ページ。
- Hirshleifer, David, "Mergers and Acquisitions: Strategic and Informational Issue," in R.A.Jarrow, J.Maksimovic and W.T.Ziemia, eds., *Handbooks in Operations Research and Management Science*, Vol.9, Finance, Elsevier Science B.V., 1995, chp.26, pp.839-885. (佐山展生訳「合併と買収：戦略面と情報面からの考察」今野浩・古川浩一監訳『ファイナンス・ハンドブック』朝倉書店、1997年、第26章、817 - 863 ページ。
- Hoffmeister, J. Ronald and Edward A. Dyle, "Predicting Outcomes of Cash Tender Offers," *Financial Management*, vol.10, no.5, winter 1981, pp.50-58.
- Holmstrom, Bengt and Barry Nalebuff, "To the Raider Goes the Surplus? A Reexamination of the Free-Rider Problem," *Journal of Economics and Management Strategy*, vol.1, no.1, Spring 1992, pp.38-62.
- 磯谷玲「アメリカの私募債市場について」『証券経済研究』第16号、1998年11月、103 - 117 ページ。
- 市村昭三「企業合併・買収の成立要件と利害者集団」『経済学研究』(九州大学経済学会)第54巻第1・2合併号、1988年6月、47 - 64 ページ。
- Jarrell, Gregg A. and Anette B. Poulsen, "Stock Trading before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading or Market Anticipation?," *Journal of Law, Economics & Organization*, vol.5, no.2, Fall 1989, pp.225-248.
- Jennings, Robert H. and Michael A. Mazzeo, "Competing Bids, Target Management Resistance, and the Structure of Takeover Bids," *Review of Financial Studies*, vol.6, no.4, Winter 1993, pp.883-909.
- Kale, Jayant R. and Thomas H. Noe, "Unconditional and Conditional Takeover Offers: Experimental Evidence," *Review of Financial Studies*, vol.10, no.3, Fall 1997, pp.735-766.
- Kaufman, Daniel J., Jr., "Factors Affecting the Magnitude of Premiums paid to Target-Firm Shareholders in Corporate Acquisitions," *Financial Review*, vol.23, no.4, Nov. 1988, pp.465-482.
- 経済企画庁調整局対日投資対策室編『対日 M&A の活性化をめざして』大蔵省印刷局、1996年。
- Kyle, Albert S. and Jean-Luc Vila, "Noise Trading and Takeovers," *RAND Journal of Economics*, vol.22, no.1, Spring 1991, pp.54-71.
- La Porta, Pafael, Florencil Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, vol.52, no.3, July 1997.
- La Porta, Pafael, Florencil Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies around the World," *Journal of Finance*, vol.55, no.1, Feb. 2000.
- Liebler, Robert J., "Tender Offers to Influential Shareholders," *Journal of Banking and Finance*, vol.21, no.4, April 1997, pp.529-540.
- Manne, Henry G., "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy*, April

- 1965, pp.110-120.
- Marris, Robin, *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*, MacMillan, 1964. (大川勉・森重泰・沖田健吉訳『経営者資本主義の経済理論』東洋経済新報社、1971年)
- 松井和夫「戦後アメリカの企業合併運動と株式市場」『証券経済』第127号、1979年1月、36 - 107ページ。
- 松井和夫「米国の産業・金融再編成の新動向」『証券経済』第137号、1981年9月、57 - 117ページ。
- 松井和夫・奥村皓一『米国の企業買収・合併』東洋経済新報社、1987年。
- Mikkelsen, Wayne H. and Richard S. Ruback, "An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process," *Journal of Financial Economics*, vol.14, Dec. 1985, pp.523-553.
- Mueller, Denis C., "A Theory of Conglomerate Mergers," *Quarterly Journal of Economics*, vol.83, Nov. 1969, pp.643-659.
- Mueller, Denis C., "The Effects of Conglomerate Mergers," *Journal of Banking and Finance*, vol.1, 1977, pp.315-347.
- 村松司叙『企業合併論』同文館出版、1973年。
- 村松司叙『合併・買収と企業評価』同文館出版、1987年。
- 村松司叙編著『フィールド・スタディ 日本のM&A』中央経済社、1995年。
- 中東正文「閉鎖会社における少数株主の締め出しと除名 ―アメリカ方を素材にして―」『中京法学』第30巻第4号、1996年4月、39 - 82ページ。
- Nelson, Ralph L., *Merger Movements in American Industry, 1895-1956*, Princeton University Press, 1959.
- 日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場 1995年版』日本証券経済研究所、1995年。
- Power, Robert M., Jr., and Robert B. McMunigle, "The Empirical Foundation for Business Valuations," *Pennsylvania CPA Journal*, vol.70, no.3, Fall 1999, pp.29-34.
- Radom, Carl C. and Michael A. Yuhas, "Dispute over Minority Discounts Continues," *Practical Accountant*, vol.29, no.1, Jan. 1996.
- Rappaport, Alfred and Mark L. Sirower, "Stock of Cash?: The Trade-Offs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions," *Harvard Business Review*, vol.77, no.6, Nov.-Dec. 1999, pp.147-158.
- Ravid, S. Abraham and Matthew Spiegel, "Toehold Strategies, Takeover Laws and Rival Bidders," *Journal of Banking and Finance*, vol.23, no.8, August 1999, pp.1219-1242.
- 佐藤隆三『M&Aの経済学』TBSブリタニカ、1987年。
- 堺雄一『アメリカ私募証券市場の発展と構造』有斐閣、1993年。
- Segre, David J., "Open-Market and Privately Negotiated Purchase Programs and The Market for Corporate Control," *Business Lawyer*, vol.42, May 1987, pp.715-741.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, vol.94, no.3, June 1986, pp.461-488.
- Silber, William L., "Discounts on Restricted Stock:

- The Impact of Illiquidity on Stock Price, " *Financial Analysts Journal*, vol.47, no.4, July-August 1991, pp.60-64.
- Singh, Pajdeep, "Takeover Bidding with Toeholds: The Case of the Owner's Curse," *Review of Financial Studies*, vol.11, no.4, winter 1998, pp.679-704.
- Spatt, Chester S., "Discussion: Strategic Analysis of Takeover Bids," in Sudipto Bhattacharya and George M. Constantinides eds., *Financial Markets and Incomplete Information*, Rowman & Littlefield Publishers, 1989, pp.106-121.
- Steiner, Peter O., *Mergers: Motives, Effects, Policies*, University of Michigan Press, 1975.
- Sullivan, Michael, Pamela P. Peterson, and David R. Peterson, "Two-Stage Acquisitions, Free-Riding, and Corporate Control," *Financial Review*, vol.25, no.3, August 1990, pp.405-419.
- Walkling, Ralph A., "Predicting Tender Offer Success: A Logistic Analysis," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.20, no.4, Dec. 1985, pp.461-478.
- Walkling, Ralph A and Michael S. Long, "Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance," *RAND Journal of Economics*, vol.15, Spring 1984, pp.54-68.
- Weiss, Debra, "Valuation of Closely Held Stocks - A Recent Decision," *CPA Journal*, vol.57, no.6, June 1987, pp.40-46.
- Weston, J. Fred, Kwang S. Chung and Susan E. Hoak, *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*, Prentice-Hall, 1990.
- Williamson, Oliver E., *The Economic Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice-Hall, 1964.
- 山本哲三『M&Aの経済理論』中央経済社、1997年。
- 【注】**
- ¹ 本論文は、筆者の博士学位論文『株式公開買付けの成立メカニズムに関する研究』（2001年3月、明治大学大学院経営学研究科）の第1部に基づき、内容を再構成されたものである。
 - ² Marris [1964] pp.29-45.
 - ³ 以下の説明の詳細については、Marris [1964] pp.34-39を参照。また、山本 [1997] pp.152-154も同じ部分について説明している。
 - ⁴ Marrisは、買収が起りやすい条件として、買収者の評価率が市場の評価率を上回るだけでなく、他の可能性のある買収者の評価率を上回ることを指摘している（Marris [1964] p.31）。しかし、実際に分析されているのは前者の条件についてのみであり、後者の条件についてはほとんど説明されていない。
 - ⁵ Marrisによれば、買収者の資金供給は有限であるため、その割引率は、供給されるべき資金量とともに増加する。したがって、諸式を満たす v_{ij} は唯一決定される。Marris [1964] pp.34-35を参照。
 - ⁶ ただし、Marrisが v_{ij} を T_{ij} を用いて表現した直接の理由は、買収者の資金供給量が有限であることを反映させるためであったと推測される。注5を参照。
 - ⁷ Marris説においては、ターゲット企業に対する市場の評価は、留保率に正の関係をもち、 π に負の関係、したがって、市場の割引率に負の、収益率に正の関係をもつ。
 - ⁸ アメリカにおけるM&A運動についての文献としては、たとえばNelson [1959]、松井 [1979, 1981]、佐藤 [1987] 第3章、松井・奥村 [1987] 第1章、村松 [1987] 第1章がある。また、日本のM&Aの波についてふれたものとして、村松 [1995] pp.13-17がある。

- ⁹ なお、Gortは買い手として買収企業の経営者を想定している (Gort [1969] p.627)。
- ¹⁰ これについては別の機会に論じるつもりである。
- ¹¹ Muellerの成長極大化仮説の詳細な説明については、Muellerの原文および村松 [1973] 第6章、第8章を参照。
- ¹² ただし、このようなMullerの説明には疑問点が指摘されうる。文堂 [1995] pp.377-380を参照。
- ¹³ Muellerは、株式市場における限界株主の鞘取り行動を重視している。したがって、この用語は、Fama [1970] で議論されているような、株価と情報の完全性ととの関係に注目した市場の効率性と必ずしも同様の内容を示していない。なお、Muellerは、取引コストを無視している。
- ¹⁴ Muellerの展開では、ここでさらにコングロマリット買収にはシナジー効果は見出せないことが(2)の制約であることも指摘されるが、買収成立の点から見ればこれは特殊条件に過ぎない。
- ¹⁵ ただし、ターゲット企業の株主の売却判断においてその経営者の役割は重要な要因でありうる。したがって、買収の成立モデルにおいて評価主体として株主だけでなく経営者の存在に光を当てたことにおいて、Mueller説は十分な貢献をしたといえよう。すなわち、Marris説では、ターゲット企業の経営者は評価主体として認識されていないのである。
- ¹⁶ ターゲット企業の経営者の評価主体としての役割については、株主の評価への影響という点で重要と考えられる。これについては別の機会に論じたい。
- ¹⁷ Steiner [1975]の他に、コングロマリット合併の動機の仮説とそれにとまなう実証を整理した文献として、Mueller [1977]がある。
- ¹⁸ Steiner [1975]に沿って、買収企業と売却企業の株主と経営者の動機および態度について書かれた文献として、経済企画庁調整局対日投資対策室 [1996] pp.177-185がある。
- ¹⁹ 以下の記述はSteiner [1975] pp.35-41の説明をもとにした概略である。また、同じ部分がより原文に近いかたちで市村 [1988] pp.48-52において解説されている。
- ²⁰ この点の説明については、市村 [1988] p.49に基づいた。
- ²¹ Steinerは、Gortと同様に、ある企業の評価は投資家によって異なり、彼らの評価値 (のほとんど) はその市場価格より高いとみなしている。Steiner [1975] pp.36-37を参照。
- ²² くわえて、株主の持ち株数の大きさにも a_{sc} と a_s は影響を受ける。たとえば、大口株を所有している株主が売却時のマイナスのマーケット・インパクトによる価格の下落分を見込む場合や、税金の不利益性が見込まれる場合である。
- ²³ ただし、通常はこのコストを回避するために、買収者はTOBの成功に過半数などの条件をつけることが多い。
- ²⁴ これに類似するものとして、ターゲット企業の株主が買収前と買収後におけるターゲット企業の市場の評価の差を狙うとするAlbertsのバーゲン説がある。Alberts [1966] pp.272-283を参照。Alberts説については、村松 [1973] で詳細に説明されている。
- ²⁵ この点は、ターゲット企業の株式が買収企業の株式と交換されるのか、買収後に統合された新設企業の株式と交換されるのかで判断が異なることも考えられる。ただし、交換時には前者が買収後におけるターゲット企業の価値も反映されるとターゲット企業の株主が考えれば、両社に差はなくなる。
- ²⁶ ただし、株式交換による買収および合併の場合、買収前のターゲット企業と買収企業は買収後に合一される。このとき、買収企業の株主は自らの持分の価値を評価するために、まず買収後の新設企業の価値を評価する必要がある。しかし、この新設企業には買収前のターゲット企業が含まれているため、買収企業の株主も、間接的には買収後のターゲット企業の価値を評価することになるとみなすこともできる。
- ²⁷ ただし、 k が十分大きければ合併は成功するとされている。Steiner [1975] p.37を参照。
- ²⁸ Steiner説においても、買収企業の株主は間接的

にはターゲット企業の買収後の価値を評価しているともいえるので、買収者が高い方の評価値の評価主体に含まれるとみなすことはできる。

²⁹ Steiner 説におけるターゲット企業の株主は、自らの見積もりによってその持分価値が買収前より買収後の方が大きければ売却に応じると想定されている。

³⁰ これは、買収者が自ら見積もったターゲット企業の評価値がそのまま買収提示価格とみなされていることを意味する。この場合、買収者は、現在の価値を超える買収後評価値の増加額を自らの利益にせず（自らに分配せずに）、それをすべてターゲット企業の株主の利益とする（彼らへ分配する）と認識されているとみなされる。

³¹ Gort 説では、株主個人の評価の相違は買収・合併の頻度を説明するために用いられており、買収成立自体と関係付けられていない。Steiner 説でも、買収提示価格が現株主の評価する価値の平均を超えれば買収は成功するとの記述はみられるが（Steiner [1975] p.37）、やはり買収成立の条件の中にこの考え方が反映されていない。

³² 具体的には本論では検討しないが、これは買収の成立条件を考察する上で重要な論点である。

³³ GH 説の以下の説明については、Grossman and Hart [1980] pp.44-47 を参照。

³⁴ ただし、これは GH 説では、ターゲット企業の現在の価値 < オファ価格を前提としていることによる。

³⁵ たとえば、Rappaport and Sirower [1999] p.148 を参照。

³⁶ なお、株式交換 TOB の場合、オファ価格の方が大きければ、当然に株主は持ち株を提供するであろう。ただし、買収後の持分価値の方が大きければ、提供するかどうかには無関心であろう。なぜなら、たとえ自らの売却が TOB の成否に影響を与えないと考えているとしても、株主が売却しないことによって得られる利益は見当たらないからである。

³⁷ Steiner 説では、プレミアムを株式交換比率に代替させるために、多くの限定を行っている。本論

文Ⅱ第1節4を参照。

³⁸ Steiner 説でも同様に、ターゲット企業側と買収企業側とで異なる買収成立条件が提起されているが、両者の評価の相違が大きくなりうる事が盛り込まれようとされるため、結果的に、モデル全体における両条件の連結管であるプレミアム（交換比率）の役割が相対的に小さくなっている。

³⁹ ただし、GH 説においては、すべての株主は TOB が成功すると期待することが想定されている。

⁴⁰ Goshen [1997] p.752 によれば、ただ乗りしようとする株主は、経営の改善を生み出すための費用を負担する新支配株主すなわち買収者と、相対的に低いプレミアムで持ち株を提供することによって支配権の移転のコストを負担する売却株主の両者の犠牲の下にただ乗りすることが指摘されている。

⁴¹ ターゲット企業の株主のただ乗り問題を指摘している他の文献として時折あげられるものに、GH 説の同年に公開されている Bradley [1980] がある。しかし、Bradley 説では、買収者への利益が見込まれることが買収成立の条件であることはふれられていない。

⁴² この点は、たとえば Spatt [1989] pp.107-108、Weston, Chung and Hoag [1990] p.662 で指摘されている。

⁴³ GH 説のこの説明は、それまでの彼ら自身の説明と一致しない。すなわち、買収者側の成立条件として、買収者が得る利益 π は $v - v_s - c$ とされており、買収者の評価するターゲット企業の買収後価値 v を利益源泉としていることが分かる。したがって、この段階での買収による買収者の利益は、経営政策の変更などの改善によって増加したターゲット企業の価値 v の実現から得られる利益（再売却益）が想定されていたはずである。すなわち、ここでの v は買収者がターゲット企業の株主として得られる価値であったといえる。ところが、具体例に示される利益の原因は、ターゲット企業の株式価値の増加を反映したものではなく、有利な取引等によるターゲット企業の価値の一部の買収者個人への移転である。つまり、GH 説の具体例は、はじめの段階での想定とは反対に、タ

ターゲット企業の価値の低下を伴うことによって買収者が利益を得る方法である。

さらに、GH説は株主が“自発的”に自らの持分価値を低下させるとしているが、これにも不一致がある。すなわち、GH説での株主像は利益の追求に積極的な存在であるから、自らの持分価値を低下させる行動とは相反するものと思われる。これは、GH説において買収が行われることそれ自体が株主の利益に沿うという基本的な考え方が基軸となっているからと考えられる。すなわち、経営に問題のある企業は買収の標的となり、その結果より優れた経営者(買収者)のもとでそれまでより高い企業価値が実現され、それを株主は享受できる、というものである。この場合の株主は全体としての株主である。しかし、TOBで売却の判断をするのはオファ提示時点での個々の株主である。これらの株主は、“自発的”な行動の成果、すなわち改善された買収後価値を自らが享受できない限り、その持分価値を低下させようとはしないはずである。

⁴⁴ 2段階オファに関するこの記述は、Weston, Chung and Hoag [1990] p.492に基づいている。

⁴⁵ この点から、希薄化は、買収者の見込む買収後価値に少数株主が参加することを排除するために行われるといえる。この意味で、希薄化は排他的措置(exclusionary devices)ともいわれる。

⁴⁶ この代表的な批判者はL.A.Bebchukである。その論については、たとえばBebchuk [1985, 1988]を参照。なお、TOB後の締め出し価格についてのBebchukの指摘は後述される。また、Williams法の趣旨を徹底するために、TOB後の株式取得もTOBの一部とみなすべきと主張する文献として、Greenblatt [1986]がある。

⁴⁷ 後述するように、実際に2段階オファそれ自体がターゲット企業の株主の持ち株提供を引き出してはいないという結果がでている。したがって、単に買い付け価格を区分したことによって強圧効果が生じているとはいいたくない。

⁴⁸ Comment and Jarrel [1987] pp.286-287を参照。ただし、文字の説明は若干変えている。また、同

様の式は、Weston, Chung and Hoag [1990] p.493, Bradley, Desai, and Kim [1988] pp.35-36においても説明されており、また同様の考え方がBebchuk [1988] pp.373-374に示されている。

⁴⁹ Segre [1987, pp.723-725]は事前取得の理由として次の5つを挙げている。第1は、TOBの成功をより確実にするためである。すなわち、事前にくらかの株式を取得しておくことによって、正式なTOBで支配権に必要な買い付け株数を減少させることができる。これによって、買い付け者は潜在的な競合的買い付け者よりも有利になる。第2に、事前取得はターゲット企業の株式をいくらかで売却するかについての株主の関心を探るのに役立つ。これが、後のTOBでのオファ価格の設定において参考になる。第3に、一定比率までの事前取得はその意図を公開する必要がないため、TOBの発表までターゲット企業の株価が低く維持される可能性がある。ただし、一定比率未満での取得の意図が公開されない場合でも、情報の漏洩等により事前取得による株価の上昇が常に回避されるわけではない。第4に、TOBを用いる場合、様々な規制に従わなければならないが、事前取得の段階ではそれを回避できる。第5に、TOBが成功しない場合、再売却できる。すなわち、より高いオファ価格をつけた第三者によるTOBがかけられた場合、買い付け者は事前取得した株式を、このTOBで売却して利益を得ることができる。また、競合買い付け者が現れない場合でも、ターゲット企業自身が防衛のために自己株式買い戻しのTOBを行うこともあり、買い付け者はこれに応募して売却することもできる。

⁵⁰ ただし、Grossman and Hart [1980] p.45, note 5においても、事前取得がある場合、株主のただ乗り行動があったとしても買収者は買収で利益を確保できることが指摘されている。

⁵¹ 厳密には、 π はターゲット企業の現在の価値とオファ価格との差額と等しいわけではないとされる。Shleifer and Vishny [1986] p.466を参照。

⁵² なお、Shleifer and Vishny [1986]のこの考え方によってただ乗り行為が緩和されることについて

て、広田・西條・濱口・川越〔2000〕は実験によって実証を試みている。

⁵³ 希薄化と事前取得は買収者側の成立条件の中に同時に盛り込むことができる。これによって、2つの方法が買収者の利益確保に貢献し、それゆえ両説が買収者側の成立条件に注目していることがより明確になる。すなわち、買収者が買収を実施するための条件は、次のようになる。

$$v_B - \{ a \cdot v_0 + (F - a) P_T + (1 + F) P_D \} - c \geq 0 \quad (1)$$

ここで、

v_B = 買収者によるターゲット企業の買収後価値

v_0 = 買収前（現在）のターゲット企業の株価

P_T = オファ価格 ($> v_0$)

P_D = 希薄化後価格（第2段階価格）

F = TOBによる買い付け目標所有比率（事前取得分を含む）(> 0.5)

a = 事前取得比率 (≤ 0.5)

c = 買い付けの付随コスト

(1) の $\{ \}$ 部分を変形させると、

$$v_B - \{ a (v_0 - P_T) + F (P_T - P_D) + P_D \} - c \geq 0 \quad (2)$$

(1)、(2)の左辺は買い付け者の利益である。したがって、(1)より、 P_D が小さいほど、(2)より、 a が大きいほど、買い付け者の利益が大きいたことが分かる。

⁵⁴ B L説の詳細な説明は、Bagnoli and Lipman〔1988〕pp.93-95を参照。

⁵⁵ B L説の本文では、買い付け者の行動と株主の行動は2ステージのゲームとして説明されている。すなわち、買い付け者の戦略 t が戦略群 T より選択され、オファ価格は戦略要素の一つとされる。さらに、株主の戦略も純粋戦略 (pure strategy) と、持ち株の売却株数のセットについての累積確率分布の選択である混合戦略 (mixed strategy) で区分されている。しかし、本論はB L説の基本的な考え方を明らかにすることが目的なので、簡略な説明にとどめる。また後に純粋戦略にふれる。

⁵⁶ B L説の本文では、 $\sum^i \sigma_j = K$ かつ $\sigma_i = h_i$ を満たす純粋戦略 σ も均衡であると表現されて

いる。Bagnoli and Lipman〔1988〕p.94を参照。

⁵⁷ B L説の視点に依拠し、それに事前取得を導入した分析として、Liebler〔1997〕がある。ただし、LieblerはTOBが大株主のいる企業に対して提示される場合を想定している。さらに、B L説に事前取得と買い付け者間の潜在競争を導入した分析として、Ferguson〔1994〕がある。

⁵⁸ HN説の説明については、Holmstrom and Nalebuff〔1992〕pp.38-39を参照。

⁵⁹ この仮説について、Cadsby and Maynes〔1998〕が実験による実証を試みている。

⁶⁰ Hirshleifer〔1995〕pp.856-857を参照。

⁶¹ したがって、Bebchuk説では実質的にはこの希薄化はあまり積極的な意味を持っていない。

⁶² GH説では無条件TOBが想定されているかどうかは明確ではない。というのは、買付者が「提供されたすべての株式を無条件に (unconditionally) 買おうとする」(Grossman and Hart〔1980〕p.44)とされているが、これが買付の最大株数が無制限であることを意味するのか(全株買付TOB)、それともTOBの成立要件としての最低株数がないことを意味するのか(無条件TOB)が判断できないからである。

⁶³ さらに、たとえ無条件TOBが用いられたと想定しても、Bebchuk説の説明内容について次のような不十分さに気付く。すなわち、Bebchuk説の見解に従えば、TOBが成功するためには、十分多くの株主が失敗を予測する必要がある。失敗を予測させる有力な方法のひとつは、プレミアム額を少なくすることである。しかし、これは同時に、失敗を予測して現在の価値を超えるプレミアムを得ようとする株主にとっての持ち株を提供するメリットも減少することになる。このように、失敗すると予測する株主の持ち株提供のインセンティブとTOBの成功の関連についての説明に不十分さが認められる。

⁶⁴ 異なる文脈であるが、Cohen〔1990〕もターゲット企業の株式の支配権を確保できないことのリスクについて言及している (pp.117-119)。

⁶⁵ なお、Kale and Noe〔1997〕は条件付きオファと

無条件オフアの持ち株提供確率に関する実験を行っている。

⁶⁶ 注43を参照。

⁶⁷ 同上。

⁶⁸ Graham and Lafanowicz [1999]によれば、まず親会社の市場価値のうち子会社を所有していることによる部分の額と、少数株主の市場価値を比較したところ、これらの値は比例しておらず、子会社の純資産および純利益は少数株主に対してよりも支配株主に対して大きい価格が形成されていることが確認された。次に、子会社の純資産および純利益と、規模・産業分類・取引所の点で対応する分散所有企業のサンプルの純資産および純利益を比較したところ、平均して、少数株主の市場価格は割引されているが、支配株主の市場価格にはプレミアムは含まれていないことが明らかとなった。以上の結果から、子会社の少数株主が支配株主より低い価格に甘んじなければならない理由は、支配株主が少数株主を犠牲にしてその価値を増加させたことにあるわけではなく、少数株主の持分価値が割引されていることにあることが明らかとなったのである。この結果は、市場が効率的であるとすれば、親会社が子会社の資産移転についての支配権を確保しているにも関わらず、親会社に有利に子会社の資産の移転を行っていないことを示唆している。もちろん、法律によって少数株主の利益は保護されることが規定される場合がある。しかし、これについては、とくにアメリカにおいてはビジネス・ジャッジメント・ルールの点からイギリスほど厳格ではないといわれる (Farrar [1993] pp.394-401)。さらに、もし子会社資産の移転が子会社の価値を不当に低下させ、それゆえ少数株主の利益を侵害したとすれば、法的措置よりも市場がより敏感に反応しうると考えられる。したがって、この実証結果を前提とすれば、GH説の「自発的」希薄化で想定されるように、買収会社 (親会社) がみずからは有利に子会社 (買収後のターゲット企業) の価値を低下させることは実際にはそれほど問題にならないと考えられる。もちろん、この実証分析では子会社が公開会

社である。したがって、TOB後にターゲット企業が非公開化された後に不当な価値の移転が行われる可能性はある。しかし、その場合不当な価値の移転が行われる前の非公開化される際の価格の低さが問題となる。これは、次の2段階オフアの問題となる。なお、大株主と少数株主の関係について国ごとの比較制度的視点から、少数株主に対する保護規制の程度が配当の多寡や証券市場の利用度に差があることが指摘されている。La Porta et al. [1997, 2000]を参照。

⁶⁹ この数値は、オフア発表時株価/オフア締め切り後2日目株価により算出したものである。Comment and Jarrell [1987] p.300を参照。

⁷⁰ ただし、この見解は、オフア発表時およびオフア締め切り直後日における株価が、それぞれ買い付け者の支払う一株あたりのオフア価格および第2段階価格を反映していることを前提にしている。オフア発表時の株価はオフア価格に近いことには大きな異論はないであろうが、締め切り後2日目の株価が第2段階価格にどれほど近い値を示すかについては詳細な調査が必要であろう。

⁷¹ Flanagan, D' Mello and O' Shaughnessy [1998] pp.27-28を参照。

⁷² なお、2段階オフアにおけるターゲット企業の株主の売却判断には、課税要因が影響を与えている可能性もある。Brown [1988]を参照。

⁷³ 事前取得での取得価格のほうがオフア価格より高いことを直接的に実証している研究は見当たらない。しかし、次の2つの実証研究からこのことは十分妥当と考えられる。まず、Mikkelson and Ruback [1985]によれば、事前取得のための株式取得日から13D提出 (5%以上の取得をした場合、10日以内に義務付けられるSECへの提出書類) の2日前までの異常収益 (abnormal return. 詳細には、cumulative average prediction errors) は3.40% (t値=6.15)である (pp.533-534, table 3)。Mikkelson and Ruback [1985]では、提出日からオフア日までの価格変動については触れていないが、この期間の平均日数が308日であったとしている (ただし、13Dの発表後3年間に

ついて、買収が実施された場合のターゲット企業の異常収益は一貫して0%を下回らないことが示されている(p.549, figure 1)。次に、Choi [1991]によれば、13D提出日10日前から提出日当日までの異常収益は6.4% (t値= 14.74) (10日前から6日前までで2.1% (t値= 7.26)、5日前から当日までで4.3% (t値= 13.13))となっており(pp.398-399)、Mikkelsen and Ruback [1985]の研究と数値は異なるものの、同様に事前取得での株価の上昇が認められる。さらに、Choi [1991]によれば、事前取得の13D提出後250日の異常収益は、0.1 (t値= 0.82)であり、取得後最大260日間の株価は変動がないことが分かる。オファ価格は通常、オファ発表日の数日前の株価よりも高く設定される。したがって、260日では308日を完全に網羅することはできないが、恐らくは事前取得での取得価格よりオファ価格のほうが高いと考えられる。また、Kyle and Vila [1991]では、ノイズ・トレーダーの存在により、事前取得のための市場での大口取得の実施がカムフラージュされる可能性が指摘されている。この場合、大量買付けによる価格の上昇が大きくなり買付額がより大きく削減されうる。

⁷⁴ この差は有意とされている。Flanagan, D' Mello and O' Shaughnessy [1998] p.28を参照。

⁷⁵ Ebeid [1976] pp.25-26, exhibit 11, Hoffmeister and Dyle [1981], Walkling and Long [1984] p.60, table 3), Walkling [1985] pp.469-472, table 1, Flanagan, D' Mello and O' Shaughnessy [1998] pp.26-28, table 1を参照。

⁷⁶ ただし、事前取得比率がごく小さい場合、逆に経営者の反対を招きやすい。Ebeid [1976] pp.24, 26, exhibit 9, Jeninngs and Mazzeo [1993] pp.900-901, table 6を参照。

⁷⁷ さらに、別の買付者の参入を見込んだ事前取得のある買付者は、自らの評価するターゲット企業の買収後価値を超えてオファ価格を提示する可能性もある。なぜなら、事前取得の株式の価格を引き上げ、参入した別の買付者になるべく高い価格で売り抜けることを目論むからである。ただしこれ

は、別の参入者がこれに応じてより高い価格を提示した場合には、買付者およびターゲット企業の株主にとっての利益となるが、参入者が応じなかった場合、買付者は見積額より高い値で買収するか、TOBを撤回することとなる。この点については、Burkart [1995]、Singh [1998]、Bulow, Huang and Klemperer [1999]、Ravid and Spiegel [1999]を参照。また、別の買付者の参入を考慮せずに、事前取得を実施その後それを発表することによって株価を引き上げ、さらにその後売り抜けることを目論む株価操作 (stock price manipulation) について考察したものとして、Bagnoli and Lipman [1996]がある。

⁷⁸ なお、本論文とは異なるアプローチに基づく研究だが、ゲーム理論アプローチから、純粹戦略均衡の極端な場合においては具体的な手段を用いなくてもただ乗り問題が発生しないことを提起した研究として、Deman [1994]がある。

⁷⁹ Goshen [1997]も、ただ乗り株主は、①(新しい経営をもたらすためのコストを負担する)新支配株主、②(低いプレミアムで支配権の移転コストを負担する)売却株主の2つの株主にただ乗りしていると主張している (p.752)。

⁸⁰ なお、ここで「ターゲット企業の株式全ての提供を買付の条件にする」とは、必ずしも厳密な意味ですべての株式提供を買付の条件とすることを意味しない。なぜなら、株主の中には、TOBの発生を知らない者や、経済的理由とは無関係にもかかわらず売却に応じようとしない株主が、わずかであろうか存在するだろうからである。もし厳密にすべての株式提供を買付の条件にすると、これらのわずかな株主が提供しないことによって、たとえ他のすべての株主が提供したとしてもTOBが成立しないことになる。これらの例外的な株主が提供しない理由は買収後価値の評価結果にあるわけではないから、これらの株主の保有分は買付条件の対象から除外して考えるのが妥当であろう。したがって、本文ですべての株式の提供を買付の条件としているのは、これらの例外的な株主の保有分は提供されないとみなして、他の株主の保有分

がすべて提供されることが買付の条件とされる場合である。つまり、すべてとはいっても厳密には100%をわずかに下回る比率である。

⁸¹ ただし、この条件ではたとえ一人の株主が何らかの理由で提供しなかっただけで買収が失敗に終わるため、成功確率が非常に低くなることが予想される。

⁸² Bebchuk [1988] pp.374-375 を参照。

⁸³ アメリカにおける少数株主の排除の法律的な側面については、たとえば、中東 [1996] を参照。

⁸⁴ たとえば、U.S.Steel による Marathon Oil の買収の事例がある。Bebchuk [1988] p.393, note.16 を参照。

⁸⁵ Sullivan, Peterson and Peterson [1990] pp.411-412, table 1 を参照。ただし、サンプルは TOB だけでなく大口の株式取得を含む。また、TOB 終了後の平均異常収益とは、厳密には主として TOB の後に行われる合併の発表時点のものを指している (p.409 参照)。

⁸⁶ ここで、オファ価格と TOB 後の株価を比較するために、Sullivan, Peterson and Peterson [1990] のみに触れることに疑問を抱く論者もいるかもしれない。なぜなら、Bradley [1980] (pp.363-364, figure 2) では、TOB 発表前の2ヶ月間 (41 取引日) の株価を基準とした場合、TOB 終了後の価格におけるプレミアム平均 (36%) がオファ価格に盛り込まれたプレミアム平均 (49%) より有意に小さいと報告されているからである。しかし、この有意性についての具体的な記述は見られない。さらに、Bradley の結果をよくみると、オファ価格のプレミアムとオファ期間中の株価のプレミアム (40%) の間にすでに9%の差が生まれており、これが TOB 期間終了後との差 (13%) の大きな部分を占めている。したがって、これを単純に比較すれば TOB 期間終了前後におけるプレミアム (すなわち株価) の変化はわずかに4%に過ぎないことになる。しかも、Bradley の研究は成功した161件の TOB について調査したものであるにもかかわらず、その figure 2 (p.363) をよくみると、プレミアムが発表2.3取引日以降か

ら早くも減少 (すなわち株価が下落) している。これは、Samuelson and Rosenthal [1986] が明らかにしたオファ期間中のターゲット企業の株価の動向のうち、成功というよりむしろ TOB が失敗する場合のものに近い。論理的に考えても、成功する TOB であれば、TOB 期間の終了が近づくにつれてターゲット企業の株価はオファ価格により安定的に近づく (すなわち典型的には上昇する) のが自然である。このようなことから、Bradley [1980] のこの結果をそのまま受け入れることに躊躇せざるを得ない。

⁸⁷ 株主は TOB 期間中のターゲット企業の株価の動向からその TOB が成功するかどうかをかなりの程度で見分けることができる。これについては第4節で述べる。

⁸⁸ ただし、Asquith [1983] のサンプルは、失敗後少なくとも1年間買収を受けていないものである。Fabozzi, Ferri, Fabozzi and Tucker [1988] (pp.1280-1282, table III) によれば、TOB の発表から失敗になるまでの期間には、発表時での実質的なプラスの異常収益は消えてしまうことが報告されている。また、Bradley, Desai and Kim [1983] (pp.192-198, table 4.5.6, figure 1.2) によれば、サンプル全112件のうち、失敗した買収発表後5年以内に再び買収を受けたものが86件、受けなかったものが26件であった。そして、再び買収されたものは、はじめの失敗した買収の発表の1ヶ月前から5年間の累積平均異常収益は常にプラスであり、受けなかったものでも2年間はプラスとなっている。これによれば、失敗した場合、買収後の株価が買収前より高くなるといえる。

⁸⁹ 既公表および未公表の平均異常収益はそれぞれ、11.0% (t 値 = 23.6)、12.0% (t 値 = 19.3) である。どちらも5%水準で有意とされている。

⁹⁰ 既公表および未公表の平均異常収益はそれぞれ、1.7% (t 値 = 3.2)、8.3% (t 値 = 10.1) である。どちらも5%水準で有意とされている。

⁹¹ 市場の一般投資家と、ターゲット企業の現在株主が同じ考えをもっていることは、この場合、妥当である。なぜなら、ターゲット企業の現在の株主

以外の投資家がオファ価格よりも TOB 後の株価の方が高いと予測した場合、その投資家はオファ価格とほぼ同じ価格のターゲット企業の株式を購入して市場で購入することによって、より高いと考えられる TOB 後の株価を得ることが可能だからである。

⁹² さらに、規則 144A 条によって適格機関購入者 (qualified institutional buyers) への転売は認められている。これらの点に関する詳細は、たとえば、Carey, Prowse, Rea and Udell [1993] Part 2、日本証券経済研究所 [1995] pp.238-239、堺 [1993]、磯谷 [1998] を参照。

⁹³ 詳細については、Weiss [1987] を参照。また、少数株式価値の割引きと課税の問題については、たとえば、Radom and Yuhas [1996] を参照。

⁹⁴ アメリカにおける非公開会社の評価方法の種類については、Dukes, Bowlin and Ma [1996] を参照。また、Dimson [1979] は、取引頻度の少ない株式のベータ値の算出方法について論じている。

⁹⁵ ここでは、いわゆる合併鞘取り者 (merger arbitrageur) は考慮されていない。

⁹⁶ なお、Amihud and Mendelson [1986a, 1986b] は、流動性の低下が株式の価値を低下させることを実証している。

⁹⁷ Muscarella and Vetsuypens [1990] p.1393, table II を参照。

⁹⁸ ただし完全に反対ではない。割引率の差による説明でも、最終的にターゲット企業の株主の評価が買付者の評価を上回れば、株主は売却しないこととなる。

⁹⁹ 第 1 の条件については、筆者の博士学位論文 (注 1 に記載) の第 2 部において、アメリカの機関投資家を分析対象として考察しているので参照されたい。

¹⁰⁰ 村松 [1973] p.85、表 3 - 1 を参照。

¹⁰¹ 買収後における買収会社の収益性の増加を結論づける研究として、Healy, Papepu and Ruback [1992]、Parrino and Harris [1999]、その反対を結論づける研究として、You [1986]、Ravenscraft and Scherer [1987, 1989]、Fowler and

Schmidt [1988] が挙げられる。また、Fowler and Schmidt [1989] は、TOB 後の業績について、買収企業が以前に買収を経験するか、ターゲット企業の所有比率を多く持つか、設立年数の古い場合に TOB 後の業績が良くなり、ターゲット企業が反対した場合、TOB 後の業績が悪くなることを明らかにしている。

¹⁰² たとえば、Fowler and Schmidt [1988]、Frank, Harris and Titman [1991]、Agrawal, Jaffe and Mandelker [1992]、Loughran and Vihj [1997]、Sirower [1997] が挙げられる。ただし、Loderer and Martin [1992] は、1960 年代、1970 年代において買収後の株価リターン低迷はあるものの、1980 年代にはそれは消えていることを指摘している。

¹⁰³ たとえば、Simonson [1987]、Kagel, Levin, Battalio and Meyer [1989]、Seyhun [1990]、Sung [1993]、Han, Suk and Sung [1998] が挙げられる。

¹⁰⁴ ただし、Samuelson and Rosenthal [1986] の分析では、競合する買付者が現れた場合の事例を排除している。これは、オファが競合した場合、期間中の株価がオファ価格を超える可能性があるからである。なお、競合した場合ではないが、Zissu [1989] によれば、ターゲット企業の経営者が反対した場合、実際に株価が市場価格を超えることが多いことが報告されている。

(付記)

本論文は、常磐大学課題研究助成を受けた研究成果の一部である。

産学官連携プログラムに対する社会教育施設職員の ソーシャル・サポート効果

金藤 ふゆ子

Fuyuko Kanefuji

The Effects of Professional-Peer Social Support of Learning Programs by Cooperation of Industry, School and Governmental Institutions.

This paper investigates the effects of professional-peer social support in institutions of social education in Japan. Data obtained from a nationwide survey were analyzed using optimal logistic regression models. The major findings were emotional support is effective for staff of Kominkans (Citizens' Public Halls) and Museums, instrumental support is effective only for the staff at Kominkans, and emotional support and instrumental support both enhance the enforcement probability of learning programs by cooperation of industry, school and governmental institutions.

1. 研究の目的

本研究は、我が国の社会教育施設における産学官連携プログラムの実態と、産学官連携プログラムに対する施設職員のソーシャル・サポート効果を実証的に説明することを目的としている。

ここでいう産学官連携プログラムとは、産業界の民間企業や民間非営利団体（NPO、NGO）などの団体・組織と、小・中・高校・大学等の学校、さらには関連行政施設・機関の連携・協力に基づく、市民を対象とする学習機会提供事業の学習プログラムを意味している。

産学官連携の必要性は、これまでに我が国の各種答申や（学術審議会答申1992年、1999年、科学技術・

学術審議会答申2001年）⁽¹⁾、産業界からの提案や計画（日本経団連奥田会長提案2003年、日本経団連2006年度事業計画）⁽²⁾など、様々な局面で提唱されてきた。市民対象の学習機会提供としての産学官連携プログラムについても、その重要性は国の教育に関する答申で重ねて指摘されている（生涯学習審議会答申1996年、生涯学習審議会等1999年）⁽³⁾。

そのように産学官連携の必要性が説かれ、実践も少しずつ進展する中で⁽⁴⁾、産学官連携プログラムの全国的な実施状況や、その効果を実証的に明らかにする研究は少ない。特に本研究が着目する、市民を対象とする学習機会提供としての産学官連携プログラムは、上記のように重要性も説かれながら、実態を実証的に解

明する研究は、殆ど進展しない状況が続いている。

そこで本研究は、社会教育施設の中でも公民館と博物館を取り上げ、施設職員を対象とする調査を実施して、職員の視点から産学官連携プログラムの実態とその実現に対する職員のソーシャル・サポート効果を明らかにすることとした。

ソーシャル・サポートとは、個人が家族、友人、同僚、近所の人、専門家などからうける各種支援を意味している⁽⁵⁾。ソーシャル・サポートは、社会教育施設職員にとっても、職員の健康度の軽減に効果が認められる他（金藤他, 2003）⁽⁶⁾、職員の編成する学習プログラムの学習内容や学習方法の多様性を増す効果が検証されている（金藤, 2001）⁽⁷⁾。本研究は、それらの筆者らが取り組んだ先行研究の成果を踏まえ、さらに産学官連携プログラムに対する、社会教育施設職員のソーシャル・サポート効果を検証しようとするものである。

学習プログラムはあくまでも人間によって編成されるため、人的要因の効果を解明することは、学習プログラム研究にとって極めて重要な課題と考えるためである。また、産学官連携プログラムを今後促進するためには、まず現状を明らかにする必要があるだろう。さらに実施主体の中心的役割を担う職員のソーシャル・サポートとの関係や、その規定力が明らかになれば、産学官連携プログラムを促進する手がかりも得られると考えられる。

なお本研究が、社会教育施設の中でも公民館や博物館を対象施設として取り上げるのは、公民館の場合、それがサービスエリアの地域に密着した特性を有する我が国独自の社会教育施設であり、その設置数も全国に約1万8千館存在し、今後は産学官連携プログラムの実施主体として中心的役割を担うことが期待されるためである⁽⁸⁾。同様に、博物館もその高い専門性を生かしながら、学校や民間団体・組織との連携による多様な産学官連携プログラムの計画・実施が期待されているためである⁽⁹⁾。

2. 研究方法

2.1 本調査の概要

本研究は、上述のように産学官連携プログラムの実態を全国社会教育施設職員調査を基に明らかにする。

分析に用いた調査の概要は、下記の通りである。なお本調査は、『全国公民館名鑑平成17年度版』⁽¹⁰⁾を基に、全国の公民館の中から中央公民館として設置される2,415館と、(財)日本博物館協会『全国博物館園職員録』平成17年度版⁽¹¹⁾を基に、登録博物館及び、博物館相当施設として設置される879館の全館を調査対象に取り上げた。調査を実施した施設は、総計3,294館である。本調査は、それらの施設を対象とする悉皆調査である。

中央公民館と登録博物館、及び博物館相当施設を調査対象に取り上げたのは、それらの施設には複数の職員が配置される可能性が高いこと、そのため産学官連携プログラムの計画・実施の可能性は、職員数の少ない地区公民館や、登録博物館ではない博物館に比べて高いと考えたためである。

- (1) 調査対象施設：全国の中央公民館 2,415 館、
全国の登録博物館及び博物館相当施設 879 館
- (2) 調査時期：2006年2月1日～2月30日
- (3) 調査方法：質問紙による郵送法

2.2 分析に用いたサンプルの内訳

本研究の分析に用いる調査データの計画標本数、有効回収数、有効回収率は表1の通りである。公民館調査と博物館調査を合わせた有効回収率は、43.9%であった。本分析では、回答のあった1,447施設から回収された、総計5,554人の職員データを活用する。

表1 本分析に用いる有効回収数、有効回収率、サンプル数

	調査票を配布した施設数	有効回収数	有効回収率	本研究の分析に用いたサンプル数
全国中央公民館調査	2,415	1,042	43.1%	3,495
全国登録博物館調査	879	405	46.1%	2,059
総計	3,294	1,447	43.9%	5,554

2.3 本研究で取り上げる産学官連携プログラムの内容

本研究では、産学官連携プログラムの実態を明らかにするため、公民館・博物館に勤務する職員を対象とする調査において、過去に取り組んだ学習機会提供事業における他施設・機関との連携・協力の実績を問う

た。

具体的な産学官連携プログラムの内容は、(1) 小・中・高校や大学など学校との連携・協力、(2) 他の社会教育施設や公共施設との連携・協力、(3) 地域住民との連携・協力、(4) NPO、NGO 等の民間非営利団体との連携・協力の4つの側面から捉えた。さらにその内実を明らかにするため、他施設・機関との連携・協力が(1) 人的側面、(2) 物的側面、(3) 情動的側面、(4) 共催事業の実施のいずれかを調査した。

従って、調査において社会教育施設と他の4種の施設・機関や住民との、4種の連携・協力を問う16項目の調査項目を設定した。本研究で取り上げた、産学官連携プログラムの関係は、図1の概念図で示すならば、当該社会教育施設から伸びる4本のパスとして表すことができるであろう。

なお、本研究において民間団体・組織として、特にNPO・NGOを取り上げるのは以下の理由による。いわゆるNPO法⁽¹²⁾によれば、民間非営利団体として認定される団体・組織の活動分野が限定される。その活動領域の中に、社会教育の推進を図る活動が含まれている。現代の社会教育施設は、民間団体・組織の中でもそうした社会教育の推進を目的として設置されるNPO・NGOとの連携・協力関係を取り結ぶことが、喫緊の課題の一つと考えられている。同時に、同じ目的で設置される団体・組織であるNPO・NGOとの連携・協力の可能性は、他の民間企業などの団体・組織に比べて高いと考えられるためである。

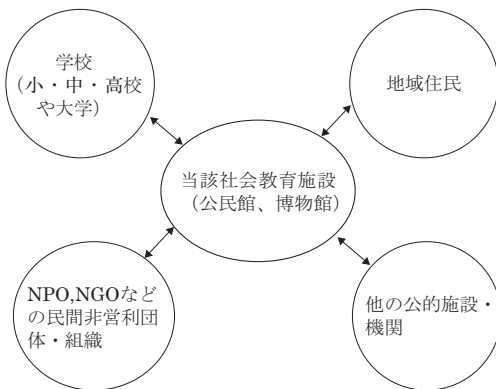


図1 分析に取り上げる産学官連携プログラムの対象施設・機関、団体や住民との関係

2.4 本研究で取り上げる社会教育施設職員のソーシャル・サポート項目

本研究の着目するソーシャル・サポートとは、社会教育施設職員の個人が、同僚からうけるサポートを意味している。ソーシャル・サポートの種類分類には諸説があるが、(1) 肉体的・金銭的援助などの道具的 (instrumental) サポート、(2) 共感、受容する情緒的 (emotional) サポート、(3) 知識や情報を提供する情動的 (informational) サポート、(4) 仕事以外の交遊を深める交遊 (companionship) サポート、(5) 行動に対する評価とフィードバック (validation) などがある⁽¹³⁾。

本研究では、その中でもこれまでの研究において社会教育施設職員に効果が検証された(1) 道具的サポートと(2) 情緒的サポートを取り上げる。具体的に本研究で調査した職員のソーシャル・サポートに関する項目は、表2に示す計6項目である。

なお、ここで取り上げた計6項目のソーシャルサポート項目は、前述の社会教育施設職員の健康度に対するソーシャル・サポートの効果分析⁽¹⁴⁾において、UNISCAL⁽¹⁵⁾を用いて次元尺度構成を行った結果、有意な項目として析出されたものである。

表2 本分析で取り上げる職員の同僚からのソーシャル・サポート項目

	具体的な調査項目の内容
道具的サポート	1. 仕事上で困ったときに、同僚は適切なアドバイスをくれる
	2. 仕事上のトラブルがあったとき、同僚と一緒にトラブルに対処してくれる
	3. 自分ひとりではできないことがあるとき、同僚はいろいろ手助けしてくれる
情緒的サポート	4. 仕事上の悩みや苦しみを同僚は聞いてくれる
	5. 自分が仕事上で工夫したり、一生懸命行ったことを同僚は認めてくれる
	6. 同僚の前で自分の悩みを打ち明けられ、感情を素直に出せる

2.5 本研究で取り上げる職員の職務上のストレス

本研究では、さらに職員の職務上のストレスを取り上げ、産学官連携プログラムに対する影響力を分析する。具体的に分析に用いた職員の職務上のストレスに関する項目は、表3に示す計10項目である。

職員のソーシャル・サポート効果と合わせて、職員のストレスの効果を分析するのは、職員の職務上のス

トレスが職員のソーシャル・サポート効果とは逆に、学習プログラムの多様性に対し強いマイナス効果を有することが検証されているため¹⁶⁾、産学官連携プログラムの実施に対しても、職員のストレスが何らかの効果を有していると考えたためである。

職員の職務上のストレスに関する項目の選択は、ソーシャル・サポート項目の選択と同様に、先行研究における一次元尺度構成の結果¹⁷⁾を踏まえて、取り上げた項目群である。それらの項目内容をより詳しく説明すれば、項目1～7は組織上のストレス項目と考えられるものであり、項目8～9は職業同一性に関するストレス項目であり、項目10は、職場環境に関するストレス項目である。

表3 本分析で取り上げる職員の職務上のストレスに関する項目

職務上の ストレス 項目	1. 自分の意志が上司に通らない
	2. 勤務施設の現状や課題にそぐわない上司の命令がある
	3. 一緒に仕事を進めていこうとする連帯感が同僚の間にない
	4. 同僚の間で意見が通らなかつたり、意志の疎通がない
	5. 同僚と仕事以外の話しをすることがない
	6. 不明瞭で不可解な人事の異動がある
	7. 昇進や昇給システムが不明確である
	8. 現在の施設は本来、自分の働きたかった場所ではない
	9. 自分の技術や能力が生かせない職種に現在就いている
	10. 諸事業を遂行するために職員の人数が不足している

2.6 分析手法について

職員の同僚からのソーシャル・サポートと、職員の職務上のストレスの、産学官連携プログラムに対する効果を、本研究はロジスティック回帰分析の手法を用いて検証する¹⁸⁾。

産学官連携プログラムの実施は、それをを行うか、行わないかの2値変数であるため、ソーシャル・サポート効果や職員の職務上のストレスの効果が、基準変数そのものの値に直接影響を及ぼすと考えるよりも、基準変数に対する反応確率を左右すると見る方が、より現実に即する分析と考えられるためである。

また、産学官連携プログラムの実施は、職場環境の条件整備が整えば整うほど、その実施確率が上昇すると考えることは非現実的である。ある程度の条件整備が整えば、その実施確率も一定の値に収束すると考えるのが妥当である。ロジスティック回帰分析は、それ

らの問題に対応するためにも、望ましい分析手法と考えられる。以上の理由から、ロジスティック回帰分析が、本研究の目的に鑑みて最適な手法と考えた。

本研究では、産学官連携プログラム実施の有無を、前述のように(1)小・中・高校や大学など学校との連携・協力、(2)他の社会教育施設や公共施設との連携・協力、(3)地域住民との連携・協力、(4)NPO、NGO等の民間非営利団体との連携・協力を分けて捉えた。さらに、具体的内容を、情動的、人的、物的、共催事業の実施の4種の連携・協力の有無として捉え、調査を実施した。

さらに、職員のソーシャル・サポート効果と職員の職務上のストレスの効果を明らかにするため、産学官連携プログラムの実施の有無を(H1)を基準変数とし、職員のソーシャル・サポートに関する道具的サポート項目U1(X1, … X3)と、情緒的サポート項目U2(X4, … X6)、職員の職務上のストレスに関する項目U3(X7, … X16)を説明変数とするロジスティック回帰分析を行った。すなわち、現在の産学官連携プログラムjに対して、その実績がある(Hj=1)と反応する確率は、以下であると仮定する。

$$P_r(H_j = 1 | U_1, U_2, U_3) = \frac{1}{1 + \exp\{-g(U_1, U_2, U_3)\}}$$

ここで、 $\exp\{-g(U_1, U_2, U_3)\} = \sum_{i=1}^{16} \beta_i X_i$ である。

なお、モデル内の変数の選択は、尤度比によるステップワイズ法を用いた。調査項目に対する回答はいずれも、「とても感じる」「少し感じる」「どちらともいえない」「あまり感じない」「全く感じない」の5段階の順序尺度でデータを収集した。

3. 分析結果

3.1 社会教育施設職員の視点から見た産学官連携プログラムの実態

3.1.1 産学官連携プログラムの実施の有無について

表4は、16項目の当該社会教育施設と、他の施設・機関や住民との連携・協力の現状に関する回答結果を基に、現在、他の施設・機関や地域住民との連携・協力をを行っている施設と、行っていない施設に大別し、

公民館と博物館別に集計した結果を表している。

現在、他の公的施設・機関、NPO・NGO等の非営利団体・組織、学校、地域住民との人的、物的、情報的学習資源の連携・協力や、共催事業の実施などを全く行っていない施設は、公民館の場合全体の約40%を占め、博物館の場合約30%強を占めた。

そうした連携・協力の実施経験のない職員の割合は、両施設共にかなりの割合で存在している。なお、 χ^2 検定の結果、博物館職員に比べて公民館職員の方が連携・協力の実績を持たない割合が高く、統計的有意差が認められた。

表4 他の施設・機関や地域住民との連携・協力の実績の有無

	現在、連携・協力を行っている	現在、連携・協力を行っていない	合計
公民館職員	60.1 (1,853)	39.9 (1,218)	100.0 (3,053)
博物館職員	66.6 (926)	33.4 (465)	100.0 (1,391)
合計	62.1 (2,761)	37.9 (1,683)	100.0 (4,444)

注：表中の値は欠損値1,140を除き算出した値である
 $p < 0.01$, % (実数)

3.1.2 産学官連携プログラムの具体的内容について

連携・協力をを行う施設は、具体的に他の施設・機関や地域住民等と、いかなる内容で連携・協力を実施しているのだろうか。以下では、連携・協力の内容を調査した16項目の調査項目を基に、具体的内容を検討する。表5は、16項目の分析結果を示している。

学校との連携・協力について見ると、現在の情報的・人的・物的連携・協力、及び共催事業の実施はいずれも全体の20%～30%強を占めた。残り60%～70%の施設は、学校とのそれらの連携・協力を実施していない。

他の社会教育施設や公共施設との連携・協力の現状は、学校との連携・協力と比べて若干実施率が高くなり、情報面の連携・協力が約40%を占め、人的・物的面の連携・協力や共催事業の実施が約30%を占めた。

さらに、NPOやNGO等の民間非営利団体・組織との連携・協力の現状を見ると、学校や他の社会教育施設など公共施設・機関との連携・協力に比べて、より実施率が低い。情報・人的・物的面の連携・協力、及

び共催事業の実施は、いずれも10%弱に止まっている。残り約90%の施設は、それらの連携・協力を行っていない。

地域住民との連携・協力の現状を見ると、住民の学習ニーズや生活行動の調査に取り組む施設は全体の10%未満で少なく、また住民参加による学習プログラム開発も10%強程度に止まっている。一方、地域住民との交流の場や機会の設定や、人材活用など人的面の連携・協力は、約20%～30%の実施率を示している。

以上の分析結果を踏まえると、公民館や博物館などの学習プログラムは、学校や社会教育施設等公共施設・機関との連携・協力において進展している側面も見られるが、NPOやNGO等の民間非営利団体・組織との連携に着手する施設は少なく、さらに地域住民との連携・協力も、人材活用や交流の場や機会の提供といった範囲に止まることが明らかとなった。

社会教育施設は、今後NPO・NGOなどの民間非営利団体や、地域住民とのさらなる連携・協力の実現に努める必要があると言えよう。

3.2 産学官連携プログラムに対する職員のソーシャル・サポート効果

3.2.1 公民館の職員の場合

公民館や博物館職員の同僚からのソーシャル・サポートは、前述の産学官連携プログラムにいかなる影響を及ぼすのであろうか。

公民館職員の場合についての分析結果は、表6に示す通りである。後述する表7の博物館職員のロジスティック回帰分析結果と共に、表中には規定力の認められる要因のパラメータとオッズ比、及びオッズ比の95%信頼区間の上限と下限を示した。検定の結果、2つのモデルはいずれもデータとの当てはまりが良く、析出された5～6要因によって産学官連携プログラムの実施をある程度予測可能であることが明らかとなった。

各項目のオッズ比を見ると、プラス効果を有する要因と、マイナス効果を有する要因の存在が分かる。以下では規定力の強い要因の特徴を、それが産学官連携プログラムの実施に対し、プラス効果を有するかマイナス効果を有するかに大別して、より詳細に検討する。

産学官連携プログラムに対する社会教育施設職員のソーシャル・サポート効果

表5 当該社会教育施設と他の施設・機関、住民との連携・協力の実態

	現在行っている	現在行っていない	不明
1. 学校との情報面の連携・協力	34.0 (1897)	60.0 (3353)	6.0 (334)
2. 学校との人的面の連携・協力	27.2 (1520)	66.3 (3702)	6.5 (362)
3. 学校との物的面の連携・協力	19.9 (1110)	72.8 (4069)	7.3 (405)
4. 学校との共催事業の実施	20.8 (1159)	72.6 (4055)	6.6 (370)
5. 他の社会教育施設や公共施設との情報面の連携・協力	36.6 (2043)	57.9 (3235)	5.5 (306)
6. 他の社会教育施設や公共施設との人的面の連携・協力	27.6 (1540)	66.5 (3715)	5.9 (329)
7. 他の社会教育施設や公共施設との物的面の連携・協力	27.3 (1523)	66.6 (3723)	6.1 (338)
8. 他の社会教育施設や公共施設との共催事業の実施	25.2 (1409)	68.8 (3842)	6.0 (333)
9. NPO・NGO等民間非営利団体との情報面の連携・協力	7.7 (431)	85.0 (4748)	7.3 (405)
10. NPO・NGO等民間非営利団体との人的面の連携・協力	6.8 (382)	85.7 (4781)	7.5 (421)
11. NPO・NGO等民間非営利団体との物的面の連携・協力	5.0 (281)	87.4 (4876)	7.6 (427)
12. NPO・NGO等民間非営利団体との共催事業の実施	6.9 (385)	85.5 (4776)	7.6 (423)
13. 地域住民の学習ニーズや生活行動調査の実施(情報面)	9.8 (545)	84.2 (4702)	6.0 (337)
14. 地域住民の人材活用など人的面の連携・協力(人的面)	25.8 (1439)	68.7 (3837)	5.5 (308)
15. 地域住民との交流の場や機会の設定における連携・協力(物的面)	21.9 (1222)	72.3 (4037)	5.8 (325)
16. 地域住民の参加による学習プログラム開発や連携・協力(共催事業)	11.8 (660)	82.2 (4589)	6.0 (335)

% (実数) n=5,584

本分析結果の精度を踏まえて各項目の内容をみると、公民館職員の場合、ソーシャル・サポート項目は情緒的サポート、道具的サポート共に効果が認められる。

具体的には「仕事上の悩みや苦しみを同僚は聞いてくれる」といった情緒的サポートや、「自分ひとりできないことがあるとき、同僚はいろいろ手助けしてくれる」といった道具的サポートは、産学官連携プログラムにプラス効果を有する。それらの情緒的サポートや道具的サポートは、職員の取り組む産学官連携プログラムの実施の有無を大きく左右している。それらのサポートを得られる職員の方が、産学官連携プロ

ラムの実施確率が上昇する傾向にある。これは、実態を反映した理解しやすい結果と言える。

さらに、職員の職務上のストレスも、産学官連携プログラムの実施に影響を及ぼしている。「同僚と仕事以外のお話をすることがない」や、「昇進や昇給システムが不明確」、「現在の施設は、本来自分が働きたかった場所ではない」といった職員の組織上のストレスや職業同一性に関するストレスは、産学官連携プログラムに強いマイナス効果を有する。換言すれば、それらのストレスを抱く職員がいるほど、産学官連携プログラムの実施確率は、低くなる関係にある。

表6 産学連携プログラムに対する職員のソーシャル・サポートと職員のストレスの効果
—公民館職員の場合—

	β	オッズ比 (95% CI)
1. 同僚と仕事以外のお話をすることがない (ストレス)	-.176***	.839 (.772 - .910)
2. 不明瞭で不可解な人事の異動がある (ストレス)	.115***	1.121 (1.041 - 1.208)
3. 昇進や昇給システムが不明確である (ストレス)	-.128***	.880 (.813 - .951)
4. 現在の施設は、本来自分が働きたかった場所ではない (ストレス)	-.218***	.804 (.749 - .864)
5. 諸事業を遂行するために職員の人数が足りない (ストレス)	.099***	1.104 (1.034 - 1.179)
6. 仕事上の悩みを同僚は聞いてくれる (情緒)	.128***	1.137 (1.032 - 1.253)
7. 自分ひとりできないとき、同僚は手助けしてくれる (道具)	.204***	1.226 (1.112 - 1.351)
8. 定数	-.267	
N	2,890	
カイ2乗値 (モデル)	192.19	
モデル係数のオムニバス検定の有意確率	0.000	
Hosmer& Lemeshow 検定有意確率	0.278	

産学官連携プログラムの実施は、まず何でも話せる同僚の存在や、職場に愛着を持てる職員、さらには昇進や昇給システムに不満の少ない職員の存在が不可欠と言える。そうした職員の存在無くしては、調整等の作業負担が多いと考えられる産学官連携プログラムの実施は、困難な状況に置かれるのであろう。

なお、職員の職務上のストレスには、プラス効果を有するものも存在している。「不明確で不可解な人事の異動がある」や、「諸事業を遂行するために職員の人数が足りない」といった職員のストレスは、産学官連携プログラムの実施にプラス効果を有する。この結果の解釈は、本分析のみでは十分に行えないが、人事異動や職員数の不足に対するストレスは、前述の昇級・昇進システムや当該施設が働きたい場所でないといったストレスとは、明らかに異質と考えられる。なぜなら、人事異動や職員数の不足に関するストレスは、現在の職務に専念する気持ちや行動があつてこそ、生まれるものとも思われるためである。そのように考えれ

ば、産学官連携プログラムの実施にプラス効果を有する結果も理解できるように思われる。しかし、プラス効果を有するストレス項目は、さらに今後検討する必要があると言えよう。

3.2.2 博物館職員の場合

産学官連携プログラムの実施に対するソーシャル・サポートと、職員の職務上のストレスの効果を、博物館職員に対しても同様の手法を用いて行った。表7はその結果を示したものである。本分析のモデルも、データとの当てはまりが良く、産学官連携プログラムの予測が可能である。

博物館職員の場合を見ると、情緒的サポートと道具的サポートの1項目ずつが析出された。「仕事上の工夫や努力を同僚は認めてくれる」といった情緒的サポートは、プラス効果を有している。なお博物館職員の場合、道具的サポート項目はいずれも析出されなかった。

表7 産学連携プログラムに対する職員のソーシャル・サポートと職員のストレスの効果
—博物館職員の場合—

	β	オッズ比 (95% CI)
1. 仕事上の工夫や努力を同僚は認めてくれる (情緒)	.205***	1.227 (1.101 - 1.368)
2. 自分の意見が上司に通らない (ストレス)	-.201***	.818 (.739 - .905)
3. 不明瞭で不可解な人事の異動がある (ストレス)	.196***	1.217 (1.106 - 1.338)
4. 昇進や昇給システムが不明確である (ストレス)	-.173***	.841 (.761 - .929)
5. 現在の施設は、本来自分働きたかった場所ではない (ストレス)	-.184***	.832 (.761 - .909)
6. 諸事業を遂行するために職員の人数が足りない (ストレス)	.201***	1.223 (1.119 - 1.336)
7. 定数	-.033	
N	2,684	
カイ2乗値 (モデル)	102.05	
モデル係数のオムニバス検定の有意確率	0.000	
Hosmer& Lemeshow 検定有意確率	0.510	

一方、職務上のストレスに関する5項目を見ると、「自分の意見が上司に通らない」、「昇進や昇給システムが不明確である」、「現在の施設は、本来自分働きたかった場所ではない」といったストレスは、強いマイナス効果を有する。反対に、「不明瞭で不可解な人事の異動がある」や、「諸事業を遂行するために職員の人数が足りない」は、プラス効果を有している。公民館職員の場合と同じく、人事異動や職員数の不足に対する不満は、産学官連携プログラムの実施にプラ

ス要因として働いている。

ストレス項目が、内容によってその効果が逆転することは、公民館の分析結果で述べるように今後さらに検討を重ねる必要がある。しかし、公民館職員調査の場合と同様に、人事異動や職員数不足に対するストレス項目にプラス効果が認められる結果は、2つの調査結果に基づく分析に一貫性が認められる。その原因は、前述のようにそれらのストレスの背景には、職員が現在の職務に専念する気持ちや行動があることと関連す

るように思われる。

4. おわりに

本研究では、全国公民館・博物館職員調査を基に、社会教育施設を中心とする産学官連携プログラムの実態を明らかにし、さらに産学官連携プログラムに対する職員のソーシャル・サポート効果を解明した。なお、ソーシャル・サポート効果の分析に当たっては、職員の職務上のストレスの効果を合わせて分析した。

分析の結果、現在、産学官連携プログラムとして、他の施設・機関や地域住民との情動的、人的、物的連携・協力や、共催事業の実施などの実績のない職員は、公民館職員の場合約40%存在し、博物館職員の場合に約30%存在することが明らかとなった。現在、産学官連携プログラムに全く取り組んでいない職員は、決して少なくない。

さらに、産学官連携プログラムの実施に対する職員のソーシャル・サポート効果の分析結果についてみると、産学官連携プログラムは、当該施設職員の情緒的サポートや道具的サポートの影響力を受けることが検証された。一方、職員の職務上のストレスは、産学官連携プログラムの実施にプラス効果を有する要因と、マイナス効果を有する要因が存在することが明らかとなった。

産学官連携プログラムを今後より促進するためには、職員間の情緒的・道具的サポートを実現する職場環境の醸成が不可欠であり、また職員の昇進・昇級システムへの不満や、職員配置への不満など、マイナス効果を有する要因の、職員のストレス軽減への配慮も必要と言えるだろう。

なお、本研究は職員のソーシャル・サポートとして、情緒的サポートと道具的サポートに限定した分析を行った。今後は、さらに異なる種類のソーシャル・サポート効果を検討することも必要であり、それらは今後の研究課題の一つと言えよう。学習プログラムを編成するのはあくまでも人であり、そのいかなる人間関係が影響を及ぼし、優れた学習プログラムが実現するのかが解明することは、学習プログラム編成過程研究の取り組むべき、重要な研究課題と考えられるためである。

【注及び参考文献】

- (1) 学術審議会答申「21世紀を展望した学術研究の総合的推進方策について」1992年、学術審議会答申『科学技術創造立国を目指す我が国の学術研究の総合的推進について－「知的存在感のある国」を目指して－（答申）』1999年、科学技術・学術審議会答申「新時代の産学官連携の構築に向けて～大学発の連鎖的な新産業の創出を加速するために（中間まとめ）～」2001年
- (2) 奥田碩「科学技術創造立国をめざして」2003年10月2日、東京、本提案は「動け！日本」シンポジウムにおける基調講演として発表されたものである。その内容は下記の日本経団連ホームページに掲載される。本提案で奥田氏は産学官連携強化の重要性を述べ民の立場から述べ、具体的な課題の提案を行っている。
<http://www.keidanren.or.jp/japanese/speech/20031002.html>, 2006年10月31日現在
日本経済団体連合会「2006年度事業計画」、本事業計画の中で経団連は産学連携の効果的推進や、企業の社会貢献活動の推進、NPOなどとの連携・協働の支援を明記している。
- (3) 生涯学習審議会「地域における生涯学習機会の充実方策について（答申）」1996年、生涯学習審議会「生活体験・自然体験が日本の子どもの心をはぐくむ－青少年の「生きる力」をはぐくむ地域社会の環境の充実方策について－（答申）」1999年
- (4) 昨今は大学においても、産学連携プログラムの実践や研究の進展も見られるようになってきた。例えば東京大学は、学内に産学連携室を設置し、これまで以上に大学と産業界との連携・協力による教育・研究の推進に着手し始めている。東京大学の事例は、現状では工学的分野に限定した取り組みであるが、その概要は以下の通りである。

2005年10月より、東京大学工学系研究科は、日本電株式会社と共に産学連携室を設置した。この連携は東京大学工学部ナノ工学研究センターが蓄積してきた研究成果や、教育・研究のノ

ウハウと、日本電子の電子顕微鏡応用技術・機器へのサポート力を連携することで、ナノテクノロジー分野の教育、科学技術の振興、地域社会・国際貢献活動の振興・活性化の推進を図ることを目的としている。

<http://www.jeol.co.jp/jeol/sangaku/>, 2006年10月31日現在

- (5) Cohen,S.,Underwood,L and Gottlieb,B.H.,Social Support Measurement and Intervention: Guide for Health and Social Scientists, Oxford University Press,2000.
- (6) 金藤ふゆ子・土屋隆祐・高山緑「社会教育施設職員における同僚からのソーシャル・サポート効果」常磐大学人間科学部編『常磐大学人間科学部紀要 人間科学』第21巻第1号,2003年, pp.1-9
- (7) 拙稿「生涯学習プログラム編成における多様性の規定要因－学習内容・学習方法の視点からみた場合－」日本生涯教育学会編『日本生涯教育学会年報』第22号, 2001年, pp.143-159
- (8) 中央教育審議会生涯学習分科会「今後の生涯学習の振興方策について(審議経過の報告)」(2004年)では、公民館、博物館、図書館など社会教育施設は、各地域における社会教育施設間の連携、及び、大学、企業、民間教育事業者、社会教育関係団体、NPO、地域住民等との間の協働の強化が必要であるとともに、公民館等においては、講座等についての情報が地域住民全体によく伝わるよう、インターネットの活用など情報の提供方法を工夫することが必要であることが指摘されている。

そのように公民館、博物館、図書館等の社会教育施設は、市民の高度な学習ニーズに対応する多様な学習機会提供を、学校、企業、NPO、他の社会教育施設との連携・協力により実施することが期待されている。なお、民間との連携・協力を求める答申は、前掲注(4)生涯学習審議会答申(1999年)の他、生涯審答申(1998年,2000年)、中央教育審議会答申(2002年)などでも提唱される。

- (9) 同上注(8)中央教育審議会生涯学習分科会審議経過の報告(2004年)参照。
- (10) 全国公民館連合会『全国公民館名鑑平成17年度版』, 2005年
- (11) (財)日本博物館協会『全国博物館園職員録』平成17年11月
- (12) 非特定営利活動法(平成10年法律第7号), 平成10年3月25日公布。本法律では、第2条別表で非特定営利活動の種類(領域)が示されている。「社会教育の推進を図る活動」は本法律の発足当初よりその一つに含められている。
- (13) 前掲書注(5)参照。
- (14) 前掲論文注(6)参照。
- (15) 土屋隆裕「質的項目の選択による一次元尺度構成の構成法」『応用心理学研究』, 第21巻, pp.21-30, 土屋隆裕「UNISCALによる『日本人の国民性調査』データの分析」『統計数理』, 第48巻, pp.121-145
- (16) 前掲論文注(7)拙稿「生涯学習プログラム編成における多様性の規定要因－学習内容・学習方法の視点からみた場合－」
- (17) 前掲論文注(15)参照。
- (18) 丹後俊郎他著『ロジスティック回帰分析』朝倉書店, 1996年他参照。

[謝辞]

本論文は、科学研究費助成金基盤研究(C)課題研究番号17530619『社会教育施設職員における同僚からのソーシャル・サポート効果に関する統計的研究－学習プログラム編成への影響力の解明－』(平成17年度～平成18年度)の一環として実施した、「社会教育施設職員の職務と研修の実態に関する調査」のデータを活用した。

執筆者一覧 (掲載順)

菱田隆昭	宝仙学園短期大学	助教授
田中卓也	吉備国際大学社会福祉学部	専任講師
皿田琢司	岡山理科大学理学部	助教授
佐藤環	常磐大学人間科学部	助教授
石川勝博	常磐大学人間科学部	専任講師
文堂弘之	常磐大学人間科学部	助教授
金藤ふゆ子	常磐大学人間科学部	助教授

編集委員

島田茂樹	Kieran G. Mundy	南館忠智
石原亘	西澤弘行	文堂弘之
松崎哲之		

常磐大学人間科学部紀要 人間科学 第24巻 第2号

2007年3月25日 発行
非売品

編集兼発行人 常磐大学人間科学部 〒310-8585 水戸市見和1丁目430-1
代表者 伊田政司 電話 029-232-2511 (代)

印刷・製本 株式会社 あけほの印刷社

HUMAN SCIENCE

(Faculty of Human Science, Tokiwa University)

Vol.24, No.2

March 2007

CONTENTS

Articles

A Systematic Analysis of the Curriculum and Teaching Methodology
of Japanese Secondary Education (Second Report)
– Secondary Education in Nagano Prefecture during the Meiji
Period –

………… T.Hishida, T.Tanaka, T.Sarada, T.Sato 1

A Study of Mobile e-mail Communication by University Students: The
Relationship between Mobile e-mail Use and the Dysfunctional Aspects
of Mobile Communication

………… M.Ishikawa 15

A Study on the Mechanism of the Free-rider Problem of Takeover Bids

………… H.Bundo 29

The Effects of Professional-Peer Social Support of Learning Programs
by Cooperation of Industry, School and Governmental Institutions.

………… F.Kanefuji 79

Edited by Editorial Committee

Faculty of Human Science, Tokiwa University

Mito Ibaraki 310-8585 Japan