

# 敵対的買収防衛策の意義について

## ～ライツプランの経済学的根拠～

### はじめに

現在、日本では買収防衛政策として、アメリカのライツプランを原型とした「事前警告型ライツプラン」の導入が進んでいる。このような状況下で、7月11日にブルドックソースは、当社に敵対的買収を仕掛けている米投資ファンドのスティール・パートナーズに対して、国内で初めて新株予約権発行による買収防衛策を発動した。しかしながら、この買収防衛策は、表面的には米国のライツプランとの類似性があるものの、本質的機能はむしろ相違点が多く、議論を混乱させているように思われる。本稿では、ライツプランを例にとりながら、敵対的買収防衛策の目的について経済学的議論を整理する。

### 1. 企業買収の合理性

経済学の伝統的な企業観に従えば、任意の企業はその企業価値を最大化可能な経営陣によって経営されるべきである。また、株式市場の完全性を想定すれば企業価値は株主価値に一致するため、経営陣は当該企業の株主価値の最大化を目標に行動すべきである。従って、本来的には、企業買収を通じて企業価値を現水準より高めるような新経営陣に交代することは望ましいことである。すなわち、企業買収防衛策の導入は経済厚生をむしろ低める可能性が高い。

### 2. 企業買収に係る諸問題

1節で述べた伝統的企業観に立つ場合も、株式市場が不完全である場合は、次のような問題が発生する。

#### 2. 1 企業価値と株式総額との乖離

敵対的買収の場合、買収者はターゲット企業の現在の株価よりも高い買付価格を提示し、新経営陣の最適性を主張することができる。しかし、株式市場が完全でない限り、企業価値が正確に株価に反映される保証はない。従って、このような買収者が、必ずしも企業価値を増大するわけではなく、新経営陣が適切であるかの判断も困難である。

#### 2. 2 企業価値増分の分配

実際問題として、買収による企業価値増分のできるだけ多くを既存株主に分配することが求められる<sup>1</sup>。もし、株式市場が完全で、全株主は買収後企業価値を知っていて、かつ、“price-taker”として行動するような状況においては、TOBにおける「買付応募ゲーム」の結果、価値増大分の全ては買付価格を通じて既存株主へ分配される<sup>2</sup>。しかしながら、情報非対称性を含む株式市場の不完全性によりこのメカニズムは成立しないため、既存株主へより多く分配するための別の方法が必要とされている。

<sup>1</sup> 本来、経済学的には資源配分の効率性が満たされる限り分配の問題は二次的的重要性しかもたないが、前述の伝統的企業観を介して、経営陣は株主価値を最大化すべきであるという価値観が存在する。この観点からは、現経営陣は買収により発生する付加価値をできるだけ多く既存株主に分配すべきであるという考えが導かれる。

<sup>2</sup> Grossman and Hart (1980) は以下の TOB における株主間のゲーム論的状況を分析した。個々の株主は、大株主でない限り、市場価格に対して影響力を持たないため、買付価格が最高値になるまで、他の株主の売却による買収成立を期待し、自分では決して買付に応じようとしない。しかし、他の株主も同様に考えるため、結局、ゲームの均衡として、買付価格は最高値まで上昇する。

## 2. 3 企業価値を毀損する買収の存在

企業価値を損ねるまたは改善しないような買収が行われる可能性がある。特に、2. 1 節で指摘したように株価が企業価値を適切に反映していない状況では、買収者が株価より高い買取価格を提示した場合でも、企業価値が損なわれている可能性がある。また、買収した株を高値で買い取させる、いわゆるグリーンメーラーの行為も存在する。

## 3. ライツプラン

### 3. 1 定義

ライツプランは、現在アメリカで最も標準的な買収防衛策である。典型的なライツプランは、敵対的買収時にのみ実行可能な低価格での新株予約権を、買収者を除く株主に対して与える一種のオプションであると解釈できる。具体的には、平時において新株予約権を株主に賦与し、敵対的買収者が事前に定められた比率の株式を買い占めた場合に、買収者以外の株主に大量の株式を発行して買収者の持株比率を低下させ、買収を不可能にさせる仕組みのことである。また、その過程において、買収者から買収行為の目的・内容等の開示を求める。

### 3. 2 効果：交渉への変換

第一の効果は、敵対的買収手法を TOB から交渉へと変換することである。ライツプランは事実上買収を不可能にするが、アメリカで実際に発動された例は手続きミスによる 1 件しかないと言われている。また、アメリカで敵対的買収は依然として行われている。すなわち、ライツプランの目的は、本当に買収から「防衛」することではなく、買取コストの上

昇を通じて、買収者とターゲット会社の交渉ポジションを変更し、後者を有利にさせることだと考えられる<sup>3</sup>。実際、多くの実証結果がライツプラン導入による買付価格の上昇を示している<sup>4</sup>。よって、2. 2 節で論じた分配問題の解決に資する。

### 3. 3 効果：情報開示

第二の効果は、ライツプランの一環として買収者に情報開示を要求することにより、株価に反映されない事項も含め、買収行為の目的・内容等の情報が明確になることである。開示情報が正しく、かつ、開示情報についての判断が適切であれば、真の企業価値についての判断が可能となり、2. 1 節で論じた企業価値と株価との乖離問題を緩和し、また、2. 3 節で論じた企業価値を損ねるような買収の排除が可能となると考えられる。

### 3. 4 企業統治の重要性

ただし注意すべきことは、ライツプランに伴う情報開示については、ターゲット企業の取締役会の適切な判断が要求されることである。すなわち、アメリカの企業のように、取締役会の独立性が高いことが制度的前提になっている仕組みであると考えられる。従って、日本版ライツプランの実効性を高めるためには、新たな企業統治システムの導入を共に実施する必要があると考えられる。

## 4. ステークホルダーへのインセンティブ

今までの議論が依拠してきた伝統的企業観自体を問題にする考え方も存在する。実際、現在の経済学では、ゲーム理論的観点に立った、企業についての

<sup>3</sup> 具体的には、交渉決裂時に、ライツプランが存在しない場合は、買収者は TOB を通じて買収を行うオプションが存在する一方、ライツプランが存在する場合は、買収者は他のオプションをもたない。従って、交渉ゲームに従えば、後者の場合の買収者の交渉ポジションは悪化する。

<sup>4</sup> Comment and Wehvert (1995) により実証的に示された。

---

より現実的な理解がなされている。すなわち、多くの経済学者の間で、企業は、株主、経営者、従業員、取引先等の関係する様々なステークホルダーについて適切なインセンティブを与える場であるというコンセンサスが得られている。このような観点に立てば、仮に株式市場が完全であっても企業価値と株式総額とは乖離してしまい、3節までに述べた株主価値の最大化を通じた考え方は修正を必要とされる。また、買収がステークホルダーへのインセンティブを損なう可能性や、買収により生じる株式総額の増大が、賃金等を通じてステークホルダーへ配分されていた価値を単純に移転することにより生じている可能性等が、あり得べき問題として指摘されている<sup>5</sup>。

## 5. 結論

企業買収は伝統的企業観に立てば望ましい効果を有し、買収防衛策は経済厚生を低下させる可能性がある。しかし現実には、株式市場の不完全性等により、企業価値の株式総額からの乖離、価値増分の分配、企業価値毀損を伴う買収の可能性等の問題が存在するため、主に、情報開示、交渉ポジションの改善という観点から、ライツプラン等の買収防衛策導入を正当化することが可能である。ただし、ライツ

プランの実効性には適切な企業統治が必要である。また、企業をステークホルダーへのインセンティブと関連付けて解釈する場合、買収に伴う新たな問題が発生する懸念がある。

## 参考文献：

- Comment, R. and W. Wchwert (1995), "Poison of Placebo? Evidence on the Deterrence and Effects of Modern Antitakeover Measures", *Journal of Financial Economics*, 39, 3-43.
- Grossman, S. and O. Hart (1980), "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- Pagano, M. and P. Volpin (2005) "Managers, Workers, and Corporate Control", *Journal of Finance*, 60(2), 841-868.
- Shleifer, A. and L. Summers (1988), "Breach of Trust in Hostile Takeovers", in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University Chicago Press

(日本経済研究所 経済調査部長 小田圭一郎)

---

<sup>5</sup> Shleifer and Summers (1988) による最初の指摘以来、この論点は理論・実証両面から未解決である。最近の理論的研究としては、例えば Pagano and Volpin (2005)。