

06 年度石橋研究会卒業論文

「テイクオーバーの実行可能性」

石橋研究会 第7期生

堀 奈緒子

はしがき

ライブドアによるニッポン放送株の大量取得が起こった際、数多くの耳慣れない言葉に触れた。ホワイトナイト、グリーンメイラー、ポイズンピルなどである。それらは敵対的買収において使われる用語である。ライブドアによるニッポン放送株の大量取得をきっかけに、最近では敵対的買収の事例が数多く起きている。その敵対的買収の機能について知ることが、この論文の1つのテーマである。そしてもう1つ、新会社法成立について知ることにもまた、この論文のテーマである。平成17年度の新会社法成立、その中でも企業再編に関連のある分野について議論を行った。本論文では、テイクオーバーと新会社法、この2つをリンクさせて議論を進めている。

卒業論文としてこの論文を作成したが、準備を始めた当初は、正直完成するとは思っていなかった。問題意識を持つという最も初歩的なところから躓き、先が見えない状態であったためである。また、様々な情報に触れれば触れるほど、より広く論文を展開していくことが可能であり、この議論に終わりはないのだという考えが大きくなった。実際、ここで触れられたのはテイクオーバーの一部であり、まだまだ議論の余地は残されている。そのような中で、卒業論文として1つのものを完成させられたことは、間違いなく自分自身を成長させるものであったといえる。自分の実力不足を知り、逃げ出したくなることもあった。諦めが早いという性格上、切れてしまいそうになったこともある。しかし、それを乗り越えて1つのことをやり遂げたのだと思うと、少し自信が持てるように感じる。この卒業論文を完成させることができたのは、2年間共に頑張ってきた仲間の支えがあったからだと思う。そして何よりも、ご指導くださった石橋先生のお力添えがあったからこそ、完成まで至ったといえる。この場を借りて、御礼申し上げたい。学生生活最後の2年間に、このような仲間と出会えたこと、そして石橋ゼミの一員として過ごせたことを嬉しく思う。

目次

序章	1
第1章 テイクオーバーの基本理論	4
1.1 定義	4
1.2 特徴	4
1.3 テイクオーバーの発生件数	8
1.4 防衛策	10
第2章 テイクオーバーの問題点	16
2.1 フリーライダー問題	16
2.2 経営者の近視眼	18
第3章 問題点の解決	25
3.1 フリーライダー問題の解決	25
3.2 経営者の近視眼問題の解決	27
第4章 株主構成	34
4.1 日本企業の株主構成	34
4.2 敵対的買収の事例	35
4.3 敵対的買収を妨げる諸要因	37
第5章 新会社法	41
5.1 企業買収の促進に関する制度	41
5.2 敵対的買収に対する防衛策	42
5.3 防衛策の導入	46
第6章 結論	48
参考文献	50

序章

平成 17 年度、商法が改正されて新会社法が成立した。その改正目的としては一般に、日本経済の活性化およびコーポレートガバナンスの改善が挙げられている。グローバル化の流れが避けられない社会において日本企業の競争力をつける必要がでてきたことや、国際的にコーポレートガバナンスの必要性が大きく叫ばれるようになったことを鑑み、今回の改正ではこれらの点を踏まえた大幅な改正を行ったというものである。

これらの目的をより詳しく見ていくと、主に 4 つの特徴が見えてくる。1 つ目は新規起業の拡大である。これは特に最低資本金制度の撤廃に見られる。旧法では株式会社については 1,000 万円という最低資本金が定められていたが、この制限をなくし資本金は 1 円でも会社を設立できることになった。この他にも検査役の調査を要しない現物出資・財産引き受けの拡大や発起設立の場合の払込金保管証明制度の廃止など、起業を容易にするための改正がいくつかある。これらは新規事業の立ち上げによる経済の活性化を目的とした改正であると考えられる。2 つ目は経営の効率化である。これは企業の機関設計の自由化などに見られる。旧法では取締役などの機関の設置については制限の下に行われてきたが、新法では原則自由となった。また内部統制についてのシステム構築の義務化や決算公告の義務化なども経営の効率化につながると考えられる。3 つ目は M&A の活発化である。これは組織再編時の対価柔軟化に見られる。市場がグローバル化している現在、日本企業が国際社会を勝ち抜いていくためには企業買収などにより国際競争力を有した企業の出現が必要であるとの見解から生まれたものである。また、海外からの市場開放の要請も、当該改正に繋がったと考えられる。4 つ目はベンチャー企業向けに便宜を図っていることである。これは特に種類株式の多様化に見られる。ベンチャー企業は他の企業に比べて保有している現金が小さいと言う特徴がある。そのため、事業投資を行なう際には多額の資金調達が必要になる。そこで、より多くの人から出資を募るために、様々なニーズに応じた株式が必要となる。そうした資金調達の円滑化を図るために多様な種類株式を発行することが可能になった。さらに、社債制度全般についても合理化が行われている。また、最低資本金制度の撤廃によりベンチャー企業の企業も促されると考えられる。この他にも様々な改正点があるが、その代表的なものを表 1 に示しておく。

表1 新「会社法」での主な変更点

内容	旧制度	新「会社法」
表記	カタカナ文語体	ひらがな口語体
設立できる会社	株式会社、有限会社、 合名会社、合資会社	株式会社、合名会社、 合資会社、合同会社
取締役の数	株式会社：3人以上 有限会社：1人以上	1人以上
取締役の任期	株式会社：原則2年 有限会社：制限なし	原則2年 (株式譲渡制限会社は 最長10年)
会計参与	規定なし	全ての株式会社で可能
同一市町村の類似商号	不可	可能
株券	原則発行	原則不発行

出所：法務省資料より作成

しかし今回の改正において、新法は原案から大きく変更されている。その中でも特に注目すべきは、組織再編時の対価柔軟化に関する条項の適用を1年見送ったことと、敵対的買収に対する防衛策の適用を認める条項を盛り込んだことの2点である。

これらの変更の間接的な原因となったのが、ライブドアによる日本放送株式の大量取得である。新会社法成立に向けての議論が行われている最中に起こったライブドアによる日本放送株式の大量取得は、日本経済界を震撼させた。今まで耳慣れなかった敵対的買収を目の当たりにし、日本企業が望む望まないに関らず、海外の企業に買収されてしまう恐れがあることを痛感した。また、買収者は必ずしも企業が受け入れられる人物とは限らないことを知り、敵対的買収に対して大きな危惧を抱くこととなった。会社法成立において、組織再編時の対価を柔軟化させることは企業買収の活性化に繋がると考えられていたが、それは同時に外資からの買収や敵対的買収にあう危険性も増加させることになる。そこで経営者陣からの要請もあり、組織再編時の対価柔軟化の適用を1年先送りにすること、敵対的買収に対する防衛策の導入を可能にすること、といった条項を盛り込むことになったと考えられる。

これら2つの変更について、その狙いは、組織再編時の対価柔軟化により増加すると考えられる企業買収、特に敵対的買収が起こる前に企業の経営陣に対して防衛策を

導入するために1年間の猶予を与えることだと考えられる。実際、法務省は、敵対的買収に対する懸念の声があることを考慮し、各企業に対して定時総会で定款変更を要する企業防衛策を採用する機会を保障するための措置であるとしている。しかし、これらの変更は過剰な反応といえるのではないだろうか。もしも仮に、企業の経営陣が自らの保身を目的に防衛策を導入してしまったとしたら、それはコーポレートガバナンスの改善という商法改正の目的に矛盾することになる。経営陣の自己保身が行われたとしたら、経営陣は私的利益の追求に走り、企業の経営の効率化は図られなくなるかもしれない。そもそも株式公開会社においては所有と経営が分離しており、経営者は株主から経営を委託されたものであって会社の所有者は株主である。そして、その所有と経営の分離の原則や資本市場および株式市場の機能から、議決権ある株式の多数を保有するものが会社支配権を獲得し経営者を選ぶという原則が導かれる。つまり会社経営権の移動は当然の現象であり、株式会社制度はこれを予定しているといえる。そのため、現経営陣の意図に反するため、あるいは買収目的で大量の株式を取得したからという理由で、敵対的買収を不当にすることは不可能であると考えられる。さらに株式を公開している以上、経営陣は原則として株主を選ぶことは出来ず、経営陣の気に食わない株主だからと言って排除することも不可能である。また、過度な防衛策の導入はM&Aの活発化を妨げる要因になる恐れもある。以上の点を踏まえると、新会社法原案の変更は、企業社会全体が海外企業などによる敵対的買収に対して大きな危惧を抱いた結果、日本企業の現経営陣に対して過度に便宜を図ってしまったものであるとも考えられる。

そこで、本論文では、テイクオーバーの機能を議論したうえで、新会社法原案変更の是非について考えていきたい。

以下、本論文の構成を示しておく。まず第1章において、テイクオーバーの定義や機能を示す。第2章・第3章は理論分野とし、第2章においてはテイクオーバーの問題点を取り上げ、第3章では第2章で取り上げた問題点の解決策を示す。第4章以降は現実分析の分野とし、第4章では日本におけるテイクオーバーの事例を取り上げる。第5章では、今回の会社法改正がテイクオーバーの発生に与える影響を考える。第6章では本論文全体のまとめを行うこととする。

第1章 テイクオーバー

今まで「テイクオーバー」や「敵対的買収」といった言葉を使ってきたが、そもそもテイクオーバーとはどのような行為を指すのだろうか。また、テイクオーバーが行われるということは何を意味するのだろうか。本章では、まず本論文におけるこれらの用語の定義を示してから、テイクオーバーが経済に対して果たす機能やテイクオーバーの特徴・性格などについて説明をする。

1.1 定義

テイクオーバー(takeover)とは、企業の外部者が経営権を獲得することをいう。ここで、その外部者を便宜的に買収者とよぶことにすると、テイクオーバーは企業の現経営陣と買収者の間に協力関係があるか否かで、友好的買収(friendly takeover)と敵対的買収(hostile takeover)との2つに分けることが出来る。企業の現経営陣と買収者の間に事前に同意があって起こるようなテイクオーバーを友好的買収といい、いわゆるM&Aがこれにあたる。一方、企業の現経営陣との間で事前の同意が得られていないにも関わらず買収者が株式を買い集めて起こるようなテイクオーバーを敵対的買収といい、従来「会社のつとり」と言われていたものがこれに当たる。ここで敵対的とは経営陣に対して敵対的であることを意味し、企業に対して敵対的であるという意味ではない。そのため友好的買収は適当であり敵対的買収は不当であるとは必ずしも言えず、双方の買収に企業あるいは社会にとって望ましい買収とそうでない買収とが存在する。

本論文で取り上げていきたいのは後者の敵対的買収である。そのため、本論文でテイクオーバーという言葉を用いる際には、敵対的買収を指すものとする。そして、中でも株式取得を通じて行われる敵対的買収に焦点を当てて、議論を展開していく。

1.2 特徴

次に、テイクオーバーの機能および諸特徴についてみていく。ここでは、その特徴として、買収者の目的、手法について見ていくこととする。

1.2.1 機能

のつとりを恐れる経営陣は経営努力をするため、テイクオーバーには、経営陣に企

業価値を高めようとするインセンティブを与える機能がある。この機能を企業経営の規律付け機能(governance 機能)という。これは、以下のようなタイミングで起こる。まず、市場に非効率的な企業、つまり株価が適正な価格より低いような企業が存在していると仮定する。すると、その企業をより効率的に経営できると考える買収者が現れる。買収者は市場で株式を買い進め、議決権の過半数を獲得し、経営の実権を握る。経営の実権を握った買収者は、新しい経営者として経営改革を行う。新しい経営陣の経営努力により、経営は効率的になり企業の株価は適正な価格へと上昇する。また、のつとりを恐れる経営陣は経営努力を行い、企業の経営は効率化される。これらの結果、市場には非効率な企業が存在しなくなり、ひいては経済全体が効率化・活性化されることにつながる。このように、テイクオーバーは経済を効率化・活性化させる機能を備えているといえる。

もちろんテイクオーバーによって経済に対して弊害ももたらされる。その典型例として、以下の3つが挙げられる。

第一の弊害は、グリーン・メイリングである。グリーン・メイリングとは、会社の日常業務への妨害などの会社に対する有形・無形の圧力を通じて、保有株式を会社等に対して買い取ることを要求する行為をいうとされている。グリーン・メイリングを行う者をグリーン・メイラーというが、その目的は会社支配権を獲得して会社経営の効率性を向上させることにはなく、単に買い占めた株式を会社の資金で買い取ってもらうことである。グリーン・メイラーが出現すると、企業は自社株を買い戻すために不当に高い額を支払わなければならない。また、株価は一時的に高騰するものの、いずれは下落するため、相場に幻惑された一般株主も損害を被る。そのため、グリーン・メイリングは一般株主と企業の利益を犠牲にして、買収者だけが利益移転を図る典型的なケースである。

第二の弊害は、解体型買収と呼ばれるものである。解体型買収とは買収者が経営に対して興味を持たず、ただ単に資産を切り売りして儲けることをいう。特に LBO など借入金で資金を調達して買収が行われる場合は、その借金を会社に立替払いさせるため会社の事業資産を換金する、または従業員の解雇や下請け先との契約の解約を推し進めるといった、企業の長期的価値やゴーイング・コンサーンを毀損するような行為が行われやすくなる恐れがある。そのため、解体型買収では従業員、下請先、地域住民などの会社のその他のステークホルダーの利益を犠牲にして、買収者が自らの短期的利益の実現を図る行為が行われるケースであると非難されている。

第三の弊害は、二段階買収と呼ばれるものである。二段階買収とは、第一ステップ

で過半数以上対象会社の株式を取得し、第二ステップで残りの株式を無償同然の対価で取得する行為という。第一ステップの手法としては市場買い付けや TOB、第二ステップの手法としては株式併合や関係会社との合併・株式交換などがある。この方法を用いると買収者は、一般株主に対して囚人のジレンマ状態を意図的に作り出して株式を買い集めることが可能になる。これは第一段階で売却しなかった株式の価値が非常に低くなってしまうため、それを恐れた株主が第一段階での株式売却に殺到してしまうというものである。株主は合理的判断を歪められ、不適正な価格により株式を売却してしまう。また、企業経営者も短期的利益の追求に走りやすくなる。そのため、二段階買収は企業の長期的利益を犠牲にしてしまう行為であるといえる。

そのため、テイクオーバーの発生を促す場合においては、これらの問題が起こらないように留意した上で、**governance** 機能を働かせていく必要がある。

1.2.2 目的

テイクオーバーを行う買収者には様々な目的がある。ここでは武井(2004)に基づき、三つの代表例を紹介する。なお、以下の三つは便宜上の分類であり、必ずしも排他的は分類ではない。

第一の例は、事業型敵対的買収と呼ばれるものである。これは、事業上のシナジーの普及や製品等の市場競争力を高めるなど、通常の事業取得あるいは通常の M&A の手法の一つとして株式取得を通じた敵対的買収を行う場合をいう。事業型敵対的買収は、経営の効率化や投資によるシナジー効果の獲得を目的として行われる場合が多く、経済の効率化という観点からは望ましいと考えられる。

第二の例は、裁定取引型敵対的買収とよばれるものである。これは、対象会社に投資することによる事業上のシナジーなどを目的とするのではなく、市場で株式を取得した後に会社資産を現金化して、相応の利ざやを稼ぐことを目的としたものである。裁定取引型敵対的買収は、投資ファンドの運用者などのフィナンシャル・バイヤーによって、より多くの短期投資利益を確保するために行われることが多い。近年特に増加している形態である。

第三の例は、グリーン・メイリングである。これは、対象会社の株式を買い占めて株価を吊り上げ、後日対象会社の関連者にさらに高値で買いとらせることにより売買益を獲得することを目的としている。グリーン・メイリングは株価を混乱させ、対象会社や株主などに損害を与える危険性があるため、経済厚生を最大化という観点からは望ましくないものであると考えられる。そのため、グリーン・メイリングを目的と

した敵対的買収は、社会的支持を得ないばかりでなく、その様態次第では違法行為ともなりうる。

このように一言でテイクオーバーと言っても買収者の目的によって、その性格は大きく異なってくることになる。そのため、テイクオーバーの発生を促すか抑止するか判断を下す際には、当該テイクオーバーが社会に対してどのような影響を与えるものであるかどうかを見極めることが必要となるといえる。

1.2.3 手法

ではこれらを目的として行われるテイクオーバーは、どのような方法で行われているのだろうか。ここでは、村松(2001)に基づいて敵対的買収の方法を分類することとする。敵対的買収において外部買収者が取りうる手法としては次の三つが挙げられる。

第一に、大株主からの株式の譲り受けが挙げられる。これは、会社の設立者や機関投資家のような大株主と、その持ち株を譲り受ける交渉をして、株式を取得する方法である。敵対的買収においては、会社創立者や機関投資家が現経営陣の経営のやり方に不満であるか、双方の間に対立がある場合でなければ発生しないと考えられる。また大株主からの譲り受けの条件が満たされたとしても、その大株主が単独または複数で会社の株式の過半数を所有する支配株主でない限り、この方法だけで企業を買収することは困難である。そのため、他の方法と組み合わせた方法をとることが多い。

第二に、流通市場での株式の買占めが挙げられる。これは、古くから採用されている古典的な方法であり、会社を支配するのに十分な株式数を流通市場で買い集めて会社の実権を握る方法である。この方法を用いると、買収の目的とする企業に知られずに、ある程度の株式集を取得することが可能である。しかし、短期間に大量の株式を流通市場で買い占めるため株価の高騰を招くことは避けられず、株式の買占めに多額の資金が必要となりコストが高くなるという危険性を有している。また、日本においても 1990 年 5%ルールが採用された。5%ルールとは、上場会社の株式の買占めは 5%超となった日から 5 営業日以内に大蔵大臣に報告書を提出しなければならないという規定である。この規定により、被買収企業が全く知らないうちに株式を買い占められ会社をのっとられるという危険性はなくなった。

第三に、公開買い付けが挙げられる。これは TOB と言われる、もっとも基本的な買収方法である。通常、市場価格を上回る買い付け価格をつけ、期間を定め、公開市場である証券取引所を経由せずに、株主に株式の売却を訴えて目標株式数を取得し企業を買収しようとする方法である。日本においては市場買い付けによらずに短期間に

多くの株式を買い取る際には、公開買い付けを行うことが強制されている。

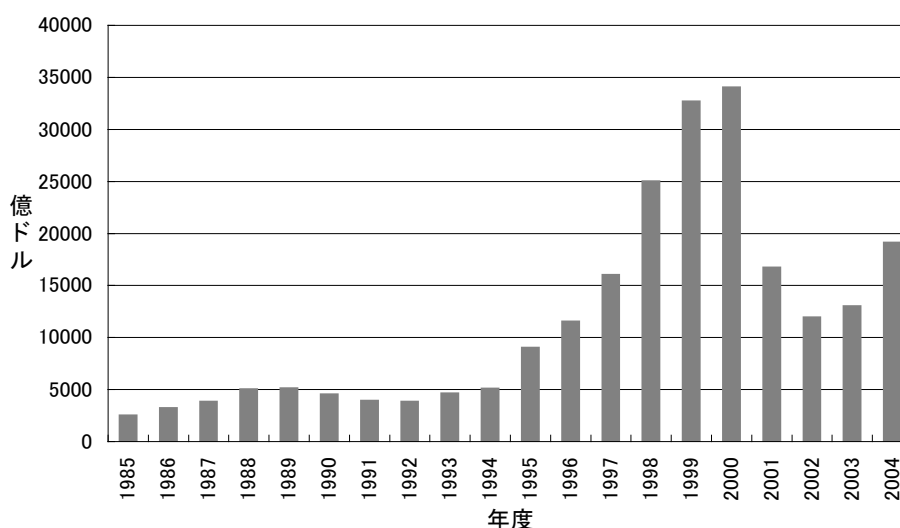
上記の三つは株式を取得し議決権の多数を確保ことにより、会社に影響力を与える方法である。しかし議決権の多数を確保する方法には、他人の議決権を利用するという方法も存在する。これは、委任状の勧誘と呼ばれるものである。そのため、委任状の勧誘も敵対的買収の手法に含めて議論されることもある。

1.3 テイクオーバーの発生件数

実際にテイクオーバーはどのくらい起こっているのでしょうか。日本における事例は後章で述べることにして、ここでは世界、特にアメリカに着目していくこととする。アメリカはテイクオーバーについて世界で最も進んだ国である。それはテイクオーバーに関する法制度や規制、事例などが多いことから判断できる。そして、次に進んでいるのは欧州であると考えられ、敵対的買収の多くはこれらの地域で発生している。

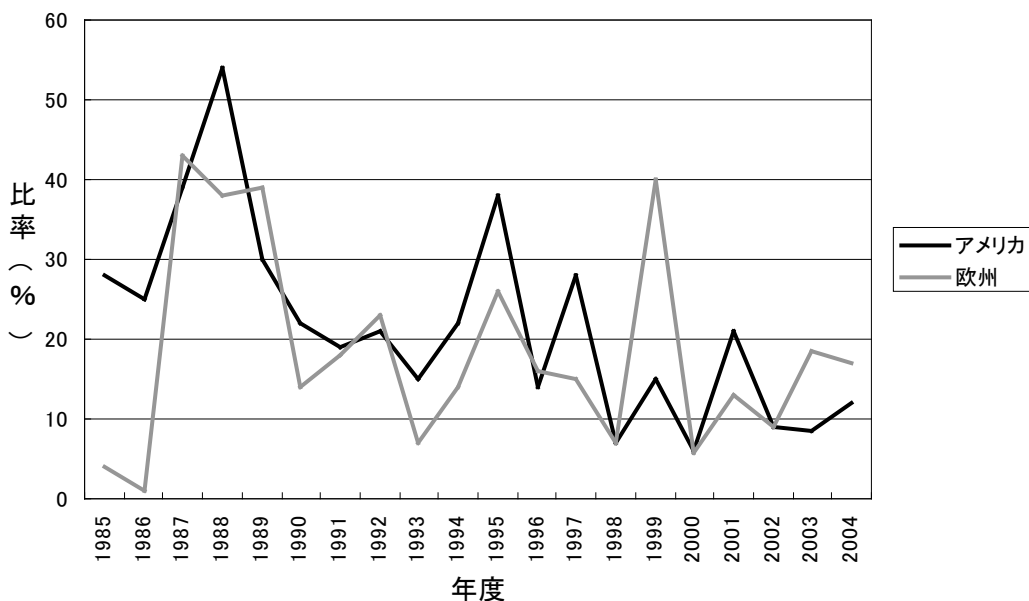
表 1-1 は世界の M&A(企業買収)の推移を金額ベースで見たものである。また、表 1-2 はアメリカと欧州について企業買収に占める敵対的買収の比率の推移を示し金額ベースで見たものである。世界的に見ると、M&A は 2000 年をピークに一度減少したが、近年再び増加している。また、敵対的買収はここ数年 1~2 割程度発生している。さらに敵対的買収が成功した例は、敵対的買収全体の件数の 3 割程度に留まっている。

表 1-1 世界の M&A 発生状況(金額ベース)



出所：トムソン・ファイナンシャル

表 1-2 敵対的買収の比率(金額ベース)



出所：トムソン・ファイナンシャル

ここで、アメリカの企業買収の歴史について野村證券(1987)を中心にみていくことにする。アメリカにおいて企業買収が本格化したのは 19 世紀末であるといわれており、1893 年から 1904 年にかけて第一次ブームが起こっている。この次期の特徴としては、U.S.スチール社によるカーネギー・スチール社の買収を代表とするような、企業買収により独占企業が形成されたことが挙げられる。1890 年に価格協定等の共謀行為を禁止したシャーマン反トラスト法が制定されていたが、この法律では企業合併については禁止されていなかった。そのことが企業買収を促進する要因になったといわれている。

第二次ブームは 1915 年から 1929 年にかけて起こった。1920 年代の株式ブームと平行して生じており、約一万の企業が合併または買収の対象になったと記録されている。第二次ブームの特徴としては、銀行や電力、ガスなどの公共性の高い産業において持ち株会社を柱とした業界の統合・再編が起こったことが挙げられる。また、製造業の垂直統合のための企業買収が活発に行われるようになった。ベツレヘム・スチール社をはじめとする業界二位以下の企業が業界トップの独占企業に対抗するために水平統合を行い、市場が寡占状態になったのもこの時期である。

第三次ブームは 1970 年頃に起こっている。1969 年をピークとして 1 つの山ができ

ており、60年代を通して約三万の企業が買収されたと記録されている。このうち半数は水平・垂直統合どちらにも属さないコングロマリット型と呼ばれるものであり、このコングロマリット型の企業買収こそが第三次ブームの特徴である。

第四次ブームは1980年代に起きた。この次期はアメリカにおける敵対的買収の熱が最高潮に達した次期であり、大規模な企業買収が頻繁に行われた。また、企業買収の手段も多様化するなど文字通り企業買収のブームとなった年である。しかし、その一方で社会的に望ましくない敵対的買収が見られるようになった。そのため、これらに対して企業を防衛する手段が必要であるとの認識が高まり、様々な防衛策が打ち出された。しかし、当初は防衛策の導入や実行に関する構成ルールが形成されていなかったため、奇襲攻撃と過剰防衛が繰り返され、社会に混乱と弊害が生じた。

1990年代以降に起こった企業買収は第五次ブームに相当する。その特徴としては、友好的な企業買収が中心となっていることが挙げられる。グリーン・メイラーと見られる買収者の数も減少し、社会に混乱を与えるような敵対的買収も影を潜めた。これは第四次ブームにおいて司法ルールとしての防衛策基準が示されて以降、デラウェア州を中心にルールが整備されたためであるとも考えられる。その結果、奇襲攻撃や過剰防衛も次第に減少し、敵対的買収は適正化に向かい、また買収防衛ルールも定着したといえる。また、第五次ブームはグローバルな性格であるということもでき、市場開放が国際的な流れであると考えられている。

1.4 防衛策

先に1980年代激しい敵対的買収が行われていたアメリカにおいて、企業を買収から防衛する様々な手段が生み出されたと述べた。これは「敵対的買収に対する防衛策」と言われるものであり、被買収企業の経営陣が買収者に対する対抗策として打ち出す策である。この防衛策は、社会的に望ましくない買収から企業を防衛するために用いられるものはもちろんのこと、経営陣が自らの地位の保全のために用いる可能性もある。後者は過剰防衛と呼ばれ、社会的に望ましい敵対的買収に対しても対抗策を打ち出してしまうことになる。1980年代に生み出された防衛策の全てが社会的にふさわしいものであるとは言えず、法律や制度などにより導入が規制されているものもある。

敵対的買収に対する防衛策は、事前の防衛策と事後的対抗策の二つに分けられる。事前の防衛策とはテイクオーバーが起こるよりも前から買収者の出現に備えて予め防衛策を講じておくものをいい、事後的対抗策とは買収者が出現してから防衛策を講じるものをいう。事後的対抗策では買収者が出現してから取締役会決議で買収を受け入

れるかどうかを決定し、受け入れない場合には対抗策を検討し、株主総会で当該決議の是非を問い、承認されれば対抗措置をとるということになる。しかし、買収者が出現してしまってから対抗措置をとるまでに時間がかかるため、その間に買収者によって株式を買い進められる恐れがある。また、時間的ロスを小さくするために取締役会の判断のみで対抗措置がとられてしまい、株主の意思が反映されずに利益が損なわれるという恐れがある。その点、事前の防衛策では、買収者が出現するより前に株主総会で防衛策を導入する是非をとり、承認を受けている。そのため買収者が出現した場合、取締役会決議で買収を受け入れるかどうかを決定し、受け入れない場合にはすみやかに対抗措置を発動することが可能になる。よって時間的ロスが少ないことや株主の意思が尊重されるという点から、事後的対抗策よりも事前の防衛策のほうが優れていると考えられる。以下、新谷(2006)を参考に各防衛策を紹介する。なお、以下に示す防衛策は相互排他的なものではなく、いくつかの防衛策を組み合わせることで利用することにより、利便性が増すものもある。

1.6.1 事前の防衛策

それでは、まず事前の防衛策についてみていく。事前の防衛策は、買収者が出現する前に策を講じておくため、一般予防型の防衛策とも言われる。

(1) 安定株主の確保

安定株主の確保は最も基本的な買収防衛策である。そのため、15%程度の株式を保有する株主として、白馬の従者(ホワイト・スクエア)と呼ばれる安定株主を確保することが望ましいとされている。また、従業員持株制度(ESOP)を利用することも、安定株主の確保には有用である。

(2) ゴーイング・プライベート

ゴーイング・プライベートとは、市場に流通している自社株を買い集め株式を非公開にすることをいう。非公開にしてしまえば経営権を奪われる心配はなくなる。しかし、株式会社の特徴であるより多くの資金を調達できるという利点が失われてしまうため、この決断は容易ではないと考えられる。

(3) 複数議決権株式(スーパー・ポーティング・ストック)

複数議決権株式とは、一株につき複数の議決権を有している種類株式を言う。この

複数議決権株式を創業者や長期保有株主などに保有させることが、敵対的買収に対する防衛策となる。これは、安定株主であると考えられる創業者や長期保有株主に多くの議決権を与えることにより、経営権を奪取するために必要な取得株式数を増大させ、それは買収者のコスト負担を増大させることに繋がるからである。しかし複数議決権株式は、他の株主の権利を制限につながる、または希薄化につながるなどとして、反対者が多い。

(4) 黄金株(ゴールデン・シェア)

会社の組織変更や経営者の変更などの重要事項について、拒否権を持つ特殊な種類株式を黄金株という。この黄金株を友好的な第三者に渡しておくことにより、強力な防衛策となる。しかし、他の株主の権利が制限され、また株価に悪影響を与えると強い反対が起こり、アメリカの証券取引所は一般に黄金株を禁止している。

(5) ライツ・プラン

ライツ・プランとは、買収者以外の株主に対し有利な条件で株式を取得できる権利を予め付与しておく方法をいう。ライツ・プランの種類としては、信託型、議決権制限株式を用いるもの、強制転換条項つき株式を用いるものなど様々なものがあるが、最も有名なものは新株予約権を用いる毒薬条項(ポイズン・ピル)と呼ばれるものであろう。ポイズン・ピルと呼ばれるライツ・プランは、平時に前株主に新株予約権を付与しておき、買収者が出現した際に買収者以外の株主に権利を行使させるという方法である。新株を発行することにより買収者の持ち株比率を低下させる機能を持つ。防衛策の導入は経営陣の判断で行うことが可能であるが、導入と運用について社外取締役などによる監視を行うというシステムを設け、経営陣の権利の濫用を防いでいる。さらに、防衛策の発動または解除のためのルールも確立されている。

(6) 絶対的多数可決条項(スーパー・マジョリティ条項)

絶対的多数可決条項とは、定款変更により経営統合などについての株主総会の決議要件を加重する条項を設けることを言う。合併や取締役の解任などについて株式総会での決議要件を加重し、敵対的買収者が取締役会を支配することを困難にする手法である。これにより、買収が成功しても支配権の変更や経営統合などが困難になるが、過度な防衛策であるという批判もある。なお、定款に記載することにより買収を困難にするような防衛策はシャークネット(鮫よけ条項)と呼ばれている。

(7) 取締役期差条項(スタガードボード条項)

取締役期差条項とは、取締役の解任次期に期差をつけることをいう。一度に取締役全員の交代を出来なくし、これにより短期間で経営権を奪取されることを困難にするものである。多くの場合、取締役の任期を三年として三分の一ずつ任期をずらすことにより、買収者が取締役会を支配するためには最低二年を必要とする工夫をしている。しかし、株主が年一回取締役を選任する権利を害することや、委任状による支配権争奪を不可能にするものとして反対が強い。

(8) ゴールデン・パラシュート

ゴールデン・パラシュートとは、敵対的買収の結果、対象企業の取締役が退任する場合はそれらの取締役に対して、多額の割り増し退職慰労金の支払いを約束する制度をいう。これは、買収後に企業から多額の資金が流出し企業価値が減殺されるため、買収者のコストを増大させるものである。これに対する反対が強いが、株主雄会の承認を経て年額報酬の2～3年分であれば許されるという見解もある。また、取締役の自己保身の防止に繋がるという見解もある。これは仮に退任させられたとしても報酬がもらえることが確定しているため、取締役が敵対的買収に対して客観的な判断をすることが可能になるという考え方である。

なお、敵対的買収の結果、対象企業の従業員が退任する場合にも多額の割り増し退職金の支払いを約束するという制度もあり、これをティン(ブリキ)・パラシュートという。

(9) 支配変動条項(チェンジ・オブ・コントロール)

支配変動条項とは、主要株主の変動や経営陣が交代した場合、ライセンス契約の即時解約、融資の即時変換を定款に記載しておく方法をいう。これにより、買収者が買収に成功しても企業価値を維持することが困難になり買収目的を達成できないため、買収者は買収を断念するというものである。しかし、企業利益に反し企業価値を著しく下げることになるため、買収を著しく困難にするものとして不当であるという考えが強い。

(10) 普通株式発行授權枠の増加

普通株式発行授權枠の増加とは、取締役会決議のみで新株を発行できる限度枠を拡大しておくことをいう。買収者が出現した際に新株発行を伴う防衛策を講じるために

は、株式の未発行枠を確保する必要がある。そこで、新株の発行に備え予め発行授權枠を増加しておくのである。

この他にも、日頃から企業経営を適切に行っていることや、株式の時価総額を極大化しておくことが敵対的買収に対する防衛策へと繋がる。そのため、配当政策や IR なども敵対的買収に対する防衛策に含めて議論される場合もある。

1.6.2 事後的防衛策

次に、事後的防衛策についてみていく。事後的防衛策は買収者が出現してから行われるため、有事導入型の防衛策とも呼ばれる。

(1) 白馬の騎士(ホワイトナイト)

ホワイトナイトとは、敵対的買収に対抗して被買収企業に協力してくれる友好的な第三者のことをいう。友好的な第三者は、敵対的買収に対抗した友好的 TOB を行い、敵対的買収者による買収を困難にする。ホワイトナイトの手法としては、友好的買収や友好的 TOB のほかに、第三者割当増資やクラウンジュエルが挙げられる。

(2) 第三者割当増資

第三者割当増資とは、敵対的買収が行われた場合、特定の第三者に新株を割り当てることをいう。これにより発行済み株式数を拡大し、買収者の持ち株比率を低下させることになる。しかし、買収者だけでなく買収者以外の株主の持ち株比率も低下させてしまうという問題がある。

(3) 逆買収(パッカマン・ディフェンス)

パッカマン・ディフェンスとは、敵対的買収を仕掛けている会社に対し、逆に買収を行うことをいう。多くの場合、相互に相手方株式に対する TOB を行う、TOB 合戦となることになる。

(4) 王冠の宝石(クラウンジュエル)

クラウンジュエルとは、会社の重要な資産や営業を売却することをいう。これは、買収者の目的を達成できなくすることによって、買収者に買収を断念させるものである。クラウンジュエルを用いる大規模に行う場合、焦土作戦とも呼ばれる。企業の魅

力が低下するため買収者の買収意欲はそがれるかもしれないが、自らの企業の価値が大きく毀損されるという問題がある。

これらの他にも、買収者が株式を買い集めている際に、自社の株式を買い集める防衛的自社株買いや株価を上昇させることも防衛策へと繋がる。そのため、増配や経営を効率化させる方針の提示なども、防衛策に含めて議論される場合もある。

1.6.3 防衛策の導入状況

ここまで多くの防衛策を紹介したが、実際にはさらに多くの防衛策が生み出された。しかし、その多様な防衛策の多くは企業社会の賛同を得られず、利用度は低いとされている。そして現在、アメリカにおける防衛策の中心として定着しているのはポイズン・ピルと呼ばれるライツ・プランである。現在アメリカの6割の企業が、このプランを導入している。さらに社会ではライツ・プランに対応して公正な防衛ルールが構築されている。もちろんライツ・プランであれば全て適法というわけではない。ライツ・プランの導入目的は企業価値および株主価値を向上させるものでなければならず、威圧的な買収者や全ての株主に公正かつ適当な価額を示さないような買収者を排除するためのものでなければならない。さらに買収者が経営権を獲得した際に消却不可能であるプランは違法とされている。また、米国投資家が適法であると判断するのは、①株主総会の承認があること、②期間を明確に定めていること、③消却可能であること、④株主利益に繋がるものであることを明確に説明すること、という4要件を満たした場合であるといわれている。

実際にアメリカにおいて、ライツ・プランは実行に移されたことはほとんどない。なぜならアメリカにおけるライツ・プランは、経営者と買収者が対等の立場で交渉し、どちらが企業価値を高める経営者としてふさわしいかを定める機会を確保することを目的としているからである。そして、その観点からライツ・プランは適当に機能していると考えられる。

第2章 テイクオーバーの問題点

1章ではテイクオーバーの **governance** 機能についての説明を付した。ところで、この **governance** 機能は適当に機能するのだろうか。例えば、市場に非効率な企業が存在していたとしても、企業外部の第三者にはその経営が効率的であるか否かが分からず、買収者は現れないかもしれない。また、買収者が現れたとしても何らかの原因で株式を買い集めることができず、経営権を獲得することが出来ないかもしれない。経営権を獲得したとしても、たいした経営改革は行われなくてもいいし、改革が行われたからと言って成功するとは限らない。経営が効率化したところで、それは適正に株価に反映されないかもしれない。さらには、のつとりを恐れる経営陣が自らの保身を目的とした行動に走ってしまうかもしれない。今挙げた問題は数あるうちの一部分に過ぎないが、これらの可能性を否定することは難しいのではないだろうか。

そこで、本章ではテイクオーバーで起こりうる問題点の中から、フリーライダー問題と経営者の近視眼と呼ばれる問題が起こりうることを、それぞれ **Grossman and Hart (1980)** 及び **Stein (1988)** の論文を用いて示していくことにする。

2.1 フリーライダー問題

まず、フリーライダー問題が発生することによりテイクオーバーが成立しなくなってしまうという問題を取りあげる。これは、テイクオーバーが成立した後の株価上昇を期待した既存株主が買収者の提示した価格では所有株式を売ろうとしないため、結果的にテイクオーバーが成立しないという問題である。

いま、市場に株価が q である企業が存在する。その企業の所有者である株主はそれぞれ独立の意思決定主体であり、既存株主 i は $\varepsilon \times q$ 株の株式を保有している。そこに企業に対して、既存株主から株式を買い取るという手段を通じてテイクオーバーを試みる買収者が現れる。このとき買収者は企業の株式を持っていないものとする。テイクオーバーが成立した場合、企業の価値は $q + z$ に増加する。 z は、 $[0, z_{\max}]$ の一様分布に従い、買収者はその値を正確に知ることが出来るが既存株主は正確な値を知ることが出来ない。このゲームは以下のような手順で行われる。

- ① 買収者が z の値を知る
- ② 買収者が既存株主に株式の買い付け価格 $q + \pi$ を提示する

(ここで、 π は買収者が既存株主に提示する買収プレミアムである)

③ 既存株主がテイクオーバーに応じるかどうかを決める

④ テイクオーバーが成立した場合、株式の売買が行われる

(ここで買収者が過半数 (50%) の株式を獲得したときにテイクオーバーは成立するものとする)

なお、ここで $z > 0$ よりテイクオーバーは社会的に望ましいものである。以上のようなモデルにおいて、フリーライダー問題が発生する可能性があることを示す。

はじめに買収者の行動を考える。テイクオーバーが成立したとき買収者の利潤は、

$$0.5(z - \pi)$$

と表せる。買収者がテイクオーバーを試みるためには、テイクオーバーによって正の利得を獲得しなければならないので、

$$\pi \leq z \tag{2.1}$$

が満たされなければならない。つまり、買収者が提示する買収プレミアム π は、テイクオーバーが成立した際に増加する企業の価値 z よりも小さくなければならない。

次に、既存株主 i の行動を考える。既存株主の戦略はテイクオーバーに「応じる」か「応じない」かの2通りである。テイクオーバーが成立した場合、「応じる」を選択した株主は保有株式を売却し、

$$\varepsilon \times (q + \pi - q) = \varepsilon \pi$$

の利潤を獲得する。一方、「応じない」を選択した株主は保有株式の価値がテイクオーバーにより増加するため、

$$\varepsilon \times (q + z - q) = \varepsilon z$$

の利潤を獲得する。テイクオーバーが成立しなかった場合、株主の獲得する利潤はゼロである。したがって、株主の利潤は次のようにまとめられる。

表 2-1 株主の利潤

	成立	不成立
応じる	$\varepsilon \pi$	0
応じない	εz	0

ここで株主は独立の意思決定主体であるので、合理的な株主であれば $\varepsilon \pi$ と εz を比較

して戦術を選択するであろう。しかし、ここでテイクオーバーが成立したときの企業価値の増加分 z は、買収者の私的情報である。そこで株主は、 z は非負であり $[0, z_{\max}]$ の一様分布に従う、またテイクオーバーが成立した際に買収者の利潤が負にならない、という 2 つの情報の下で z の値を予想することになる。以上の条件より、株主が予想する z の期待値は、

$$E(z|z \geq \pi) = (\pi + z_{\max})/2$$

である。よって、株主がテイクオーバーに応じるための条件は、

$$\varepsilon\pi \geq \varepsilon \times E(z|z \geq \pi) = \varepsilon(\pi + z_{\max})/2$$

すなわち、

$$\pi \geq z_{\max} \tag{2.2}$$

である。

以上により、テイクオーバーが成立するためには、(2.1)と(2.2)を同時に満たす π が存在すれば良いことになる。しかし、そのような π は存在しない。つまり、社会的に望ましいにもかかわらず、テイクオーバーは成立しないということになってしまう。なぜなら、株主にとってテイクオーバーに応じるよりも、テイクオーバー成立後に得られる利潤のほうが大きいと、他の株主にテイクオーバーに応じてもらい自分は応じないという戦術が期待利得を最大化する戦術となるためである。その結果、誰もテイクオーバーに応じなくなり、テイクオーバー自体が成立しなくなってしまう。これが、テイクオーバーにおけるフリーライダー問題の発生である。

2.2 経営者の近視眼

次に、テイクオーバーを恐れた経営者は近視眼的行動に陥るという問題を取りあげる。ここで、近視眼的行動とは短期的利益を追求するような行動をいい、具体的には保有資産の売却や将来のための設備投資を怠るといったものが挙げられる。つまりこれは、テイクオーバーを恐れる経営者が、自らの保身のために利潤最大化行動ではなく株価上昇へとつながる短期的利益追求行動を選択してしまうという問題である。

ある石油会社について、以下のような 3 期モデルを考える。まず、企業の経営者が石油資産の状態を調査する。資産は確率 $p(0 < p < 1)$ で良い状態であり、そのときの産出量を x_1 とする。一方、確率 $1-p$ で悪い状態であり、そのときの産出量を x_2 (ただし、 $x_1 > x_2$) とする。なお、経営者は資産の状態を知ることが出来るが、株主は知る

ことが出来ないものとする。ここで、経営者は石油を売るか否かの意思決定を行い、もし「売らない」を選択した場合は3期目に売ることにする。もし1期目で石油を売却した場合は単位当たり1円の収益を得ることになるが、当該企業は現在石油採掘のための技術革新中であり、3期目まで待てば新しい技術の導入が可能となる。そのため3期目に石油を売却した場合は単位当たり $1+r(r>0)$ 円の収益を得ることが可能になる。なお、ここでは時間価値は考えないものとする。

このような条件の下での経営者の利潤最大化行動は、1期目に「売らない」を選択し、技術革新が起こった後3期目に石油を売却することになる。2期目においては、買収者が企業を調査しテイクオーバーを行うか否かを決定する。テイクオーバーによるシナジー効果を表す変数を v 、その分布関数を $F(v)$ 、さらにテイクオーバーにかかるコストを c とする。テイクオーバーが実行される時、買い付け価格は1期目において株主が期待する企業価値と等しいものし、テイクオーバーが実行されれば必ず成立するものと仮定する。また、議論を単純化するために経営者と株主の利害は一致する、つまり経営者も株主の一人であり企業価値の最大化を目的としているものとする。買収者は、企業の保有資産の状態についての情報を持つ場合と持たない場合の2通りが考えられる。以下では、それぞれの場合について見ていくことにする。

ここまで、モデルの説明をしてきたが、このモデルには既に近視眼的問題が内在している。経営者の利潤最大化行動は、前に述べたとおり1期目に「売らない」を選択することである。しかし、経営者はあえて1期目に「売る」という選択をしてしまう可能性がある。この1期目に「売る」という選択をしてしまうことが、このモデルにおける近視眼的行動である。これは、1期目に「売らない」を選択した場合、企業価値が真の価格より低く予想される可能性があることを経営者が嫌うために起こる。1期目に「売らない」を選択した場合、株価は

$$V = (1+r)[px_1 + (1-p)x_2]$$

となる。もし仮に良い状態であったとすると企業の真の価値は $(1+r)x_1$ である。このとき株価は企業の真の価値よりも低いことになる。このような状況でテイクオーバーが起きたとすると、企業は真の価値より低い価格で乗っ取られてしまう。そこで、経営者が株価を高めるために、長期的利益を犠牲にして1期目に石油を「売る」というシグナリングを行う可能性が生まれるのである。

それでは、この問題について理論を用いて詳しくみていくことにする。

(1) 買収者が情報をもっていない場合

まず、買収者が企業の状態に関する情報を持っていない場合を考える。このとき買収者は、株主と同様に経営者の1期目の行動を観察して企業の保有資産の状態を予測することになり、株価は買収者の期待する企業価値に等しい。そのため、買収者がテイクオーバーを行うのは、期待されるシナジー効果 v がテイクオーバーのコスト c よりも大きい場合であり、その確率は、 $G(c) \equiv 1 - F(c)$ である。経営者は $G(c)$ の確率でテイクオーバーが起こることを予測して、1期目の意思決定を行う。この経営者がとる1期目の行動について見ていきたい。

はじめにモデルの均衡を考える。良い状態の企業の経営者が取りうる戦略としては、シグナリングをするかしないかの2つが考えられる。シグナリングをしない場合は0だけ売却する（つまり売却しない）ということになる。シグナリングをする場合、 x_2 よりも少ない量を売却するというシグナリングを行ったとしても、外部からは良い状態であるか悪い状態であるかの区別がつかないため、シグナリングの意味を成さない。そのため良い状態の企業は x_2 より ε だけ大きい値をシグナリングすることになる。なお、ここでは便宜上 x_2 を売却するものとする。一方、悪い状態の企業の経営者はシグナリングを行ったとしても良い状態であるフリをすることは出来ない。そのため悪い状態の企業の経営者が取りうる戦略は、売却しないの1通りだけである。したがって、このモデルで考えられる均衡は、良い状態の企業の経営者がシグナリングを行い悪い状態の企業の経営者はシグナリングを行わない、及び、どちらの企業の経営者もシグナリングを行わない、という2通りである。前者のような均衡を分離均衡、後者を一括均衡と呼ぶ。なお一括均衡の内容としては、どちらの企業の経営者も x_2 よりも少ない量を売却するというシグナリングを行うというものも考えられる。しかし、このようなシグナリングを行ったとしても、どちらの状態の企業の経営者にとってもメリットはない。よってこのような均衡は考えないものとする。

それでは、まず分離均衡についてみていくことにする。分離均衡において、良い状態の企業の経営者はシグナリングを行う、つまり、経営者は近視眼的行動をとることになる。この良い状態の経営者の行動についてみていきたい。良い状態の企業の経営者について、利潤最大化行動は1期目に「売らない」を選択することである。しかし、分離均衡において株主及び買収者は、シグナリングをした企業は良い状態、しなかった企業は悪い状態であると予測する。そのため、良い状態の企業の経営者がシグナリングを行わなかったとすると悪い状態であると予測され、その株価は $(1+r)x_2$ となる。このとき確率 $G(c)$ でテイクオーバーが起こり、このときの企業価値は $(1+r)x_2$ となる。

また、確率 $F(c)$ でテイクオーバーは起こらず、このときの企業価値は $(1+r)x_1$ である。したがって 1 期目で「売らない」を選択したときの企業価値は

$$G(c)(1+r)x_2 + F(c)(1+r)x_1$$

となる。一方、良い状態の企業の経営者が 1 期目に x_2 だけ「売る」というシグナリングを行うと、買収者や株主から良い状態であると予測され、その株価は 3 期目の期待収益からシグナリングに要したコストを引いた値、すなわち $(1+r)x_1 - rx_2$ となり、企業価値もこれに一致するため

$$(1+r)x_1 - rx_2$$

となる。よって、この分離均衡が存在するための条件は

$$(1+r)x_1 - rx_2 \geq G(c)(1+r)x_2 + F(c)(1+r)x_1$$

であり、これは

$$G(c)(1+r)(x_1 - x_2) - rx_2 \geq 0 \quad (2.3)$$

と書き換えられる。ここで(2.3)の等号を満たすような c を c_s とおくと、 $c_s \geq c$ を満たす全ての c について(2.3)が成立することが分かる。すなわち、 $c_s \geq c$ のとき、良い状態の企業の経営者は近視眼的行動を選択してしまう。

次に一括均衡についてみていくことにする。一括均衡において、良い状態の企業の経営者および悪い状態の企業の経営者は共にシグナリングを行わない、つまり経営者は近視眼的行動をとらないということになる。この良い状態の企業の経営者の行動についてみていきたい。良い状態の企業の経営者について、利潤最大化行動は 1 期目に「売らない」を選択することである。ここで株主及び買収者は企業の状態を知ることが出来ないため期待価値で評価することになり、株価は $(1+r)[px_1 + (1-p)x_2]$ となる。このとき確率 $G(c)$ でテイクオーバーが起こり、企業価値は $(1+r)[px_1 + (1-p)x_2]$ となる。また、確率 $F(c)$ でテイクオーバーは起こらず、そのときの企業価値は $(1+r)x_1$ である。したがって 1 期目で「売らない」を選択したときの企業価値は

$$G(c)(1+r)[px_1 + (1-p)x_2] + F(c)(1+r)x_1$$

となる。一方、良い状態の企業の経営者が 1 期目に x_2 だけ「売る」というシグナリングを行うと、買収者や株主から良い状態であると予測され、その株価は $(1+r)x_1 - rx_2$ となり、企業価値もこれに一致するため

$$(1+r)x_1 - rx_2$$

となる。よって、一括均衡が成立するための条件は

$$G(c)(1+r)[px_1 + (1-p)x_2] + F(c)(1+r)x_1 \geq (1+r)x_1 - rx_2$$

であり、これは

$$G(c)(1+r)(1-p)(x_1 - x_2) - rx_2 \leq 0 \quad (2.4)$$

と書き換えられる。ここで(2.4)の等号を満たすような c を c_p とおくと、 $c_p \leq c$ を満たす全ての c について(2.4)が成立することが分かる。すなわち、 $c_p \leq c$ のとき、良い状態の企業の経営者は利潤最大化行動を選択する。

以上により、買収者が企業の状態に関する情報を持っていない場合の経営者のとりうる行動は次のようにまとめることができる。まず、 $c_p \geq c$ のとき考えられる均衡は、良い状態の企業の経営者が近視眼的行動を選択してしまう分離均衡のみである。次に、 $c \geq c_s$ のときの均衡は、全ての経営者が利潤最大化行動を選択する一括均衡のみである。そして、 $c_s \geq c \geq c_p$ のときは分離均衡と一括均衡のどちらも存在しうる。つまり、テイクオーバーのコストが十分に小さくテイクオーバーの脅威が大きい場合には経営者は近視眼的行動を選択してしまう可能性があるが、テイクオーバーのコストが大きくテイクオーバーの脅威が小さい場合には経営者は長期的利益の獲得もを視野に知れた利潤最大化行動を選択するという結論を得る。

(2) 買収者が情報を持っている場合

次に、買収者が企業の状態に関する情報を持っている場合を考える。このとき買収者は株主と違い企業の真の価値を知っている。よって買収者がテイクオーバーを行うのは株価が真の価値よりも小さい場合か、株価が真の価値に等しい上にシナジー効果が十分に大きい場合であると考えられる。なお、ここではシナジー効果は $v \geq c$ および $0 < v < (1+r)(x_1 - x_2)$ を満たすものとする。

そこで、モデルの均衡を考えると以下のようなことが分かる。良い状態の企業の経営者が取りうる戦略としては、やはりシグナリングをするかしないかの2つが考えられる。一方、悪い状態の企業の経営者がシグナリングを行ったとすると、株主は企業が良い状態であると判断をし、株価は企業の真の価値よりも高くなる。このとき真の価値を知っている買収者は、 $(1+r)x_2$ の価値しかない企業に対して $(1+r)x_1$ のコストでテイクオーバーを実行するインセンティブを持たない。悪い状態の企業の経営者はシグナリングをしても意味がないということになるため、取りうる戦略は売却しないという1つだけになる。したがって考えられる均衡は、良い状態の企業の経営者はシグ

ナリングを行い悪い状態の企業の経営者は行わないという分離均衡、およびどちらの企業の経営者もシグナリングを行わないという一括均衡の2つである。しかしここで、一括均衡については、直感的基準により排除できる。よって、ここで考えられる均衡は分離均衡のみとなり、買収者が企業の状態に関して情報を持つ場合には、経営者は近視眼的行動を選択しやすいという結論を得る。

また分離均衡について、悪い状態の企業の経営者はシグナリングを行わないため、良い状態の企業の経営者が1期目に売却する量を x_2 よりも ε だけ少なくしたとしても、シグナリングとしての機能を果たす。よって、良い状態の企業の経営者は1期目に x を売却するというシグナリングを行うことになる。ここに最も小さい x を示しておくことにする。分離均衡では悪い状態の企業の経営者はシグナリングを行わないため、株価は $(1+r)x_2$ である。このときテイクオーバーは行われなため、企業価値も

$$(1+r)x_2$$

である。ここで、もし仮に悪い状態の企業が誤って良い状態の企業であると判断されてしまったとすると、株価は $(1+r)x_1$ となる。このとき確率 $G(z)$ でテイクオーバーが起これ、経営者が獲得する利益は $(1+r)x_1$ となる。また、確率 $F(z)$ でテイクオーバーは起これず、企業価値は $(1+r)x_2$ である。なお、ここで z は、誤った判断をしてテイクオーバーを行った買収者の負担するコストであり、 $z = c + (1+r)(x_1 - x_2)$ である。したがって、悪い状態の企業の経営者が良い状態であるように装うことから獲得する利益は

$$(1+r)[x_2 + G(z)(x_1 - x_2)] - (1+r)x_2$$

すなわち

$$(1+r)G(z)(x_1 - x_2) \tag{2.5}$$

である。悪い状態の企業の経営者がシグナリングを行わないのは、(2.5)で表される利益がシグナリングのコストより小さいときである。よって、良い状態の企業の経営者が1期目にシグナリングとして売却する最少の x^* は

$$rx^* = \min\{rx_2, (1+r)G(z)(x_1 - x_2)\}$$

と表せる。

ここまで見てきたように、買収者が企業の状態に関して情報を持っているか否かに関らず、経営者は近視眼的行動を起こしやすい。理論から経営者が利潤最大化行動を

とるのは、買収者が企業の状態についての情報を持っておらず、かつテイクオーバーのコストが大きいときであることが分かった。しかし、これは経営者の近視眼問題はテイクオーバーのコストを大きくすれば解決できるということを示しているのではない。確かにテイクオーバーのコストを大きくすれば経営者は近視眼的行動を選択しないかもしれない。しかし、テイクオーバーの発生可能性が低下するという事は、テイクオーバーによる **governance** 機能の働きも低下し、経営者に効率的な経営をするインセンティブを与える機能が失われてしまうということになる。だからといって、**governance** 機能を働かせるためにテイクオーバーのコストを小さくすれば、経営者は近視眼的行動を選択してしまう恐れが出てくる。ここに、テイクオーバーによる経営者の規律付けと近視眼的行動の解決との間にはトレード・オフが発生していることが分かる。

第3章 問題点の解決

2章ではテイクオーバーが有効に機能しない可能性があるという主張をフリーライダー問題の発生、および経営者の近視眼的行動問題を用いて証明した。では、このような問題の発生は何らかの手段を用いて抑制できないのだろうか。本章では、2章で取り上げた問題は、それぞれ一定の条件下では解消されテイクオーバーは有効に機能するというを示していく。

3.1 フリーライダー問題の解決

まず、2.1で示したフリーライダー問題の解決策として、買収者が既存株主であればフリーライダー問題は起こらないという Shleifer and Vishny (1986) の主張を取りあげる。

いま、2.1で示したモデルにおいて、買収者が $\alpha \times q$ 株の株式の所有者であるという条件を加える。この新しい条件を加えた上で、フリーライダー問題の発生可能性について検証する。

はじめに買収者の行動を考える。テイクオーバーが成立したとき買収者の利潤は、

$$(0.5 - \alpha)(z - \pi) + \alpha z \quad (3.1)$$

と表せる。ここで(3.1)の第1項は買収者がテイクオーバーによって得る利益、第2項は元来所有している株式の価値の増加により得られる利益を示している。買収者がテイクオーバーを試みるためには、テイクオーバーによって正の利得を獲得しなければならないので、(3.1)より

$$\pi \leq \frac{z}{1 - 2\alpha} \quad (3.2)$$

が満たされなければならない。つまり、

$$z \geq (1 - 2\alpha)\pi$$

となり、買収者が提示する買収プレミアム π は、テイクオーバーが成立した際に増加する企業の価値 z より必ずしも小さくなくてもよいということになる。

次に、既存株主 i の行動を考える。既存株主の戦術はテイクオーバーに「応じる」か「応じない」かの2通りである。テイクオーバーが成立した場合、「応じる」を選択した株主は保有株式を売却し、

$$\varepsilon \times (q + \pi - q) = \varepsilon \pi$$

の利潤を獲得する。一方、「応じない」を選択した株主は保有株式の価値がテイクオーバーにより増加するため、

$$\varepsilon \times (q + z - q) = \varepsilon z$$

の利潤を獲得する。テイクオーバーが成立しなかった場合、株主の獲得する利潤はゼロである。したがって、株主の利潤は次のようにまとめられる。

表 3-1 株主の利潤

	成立	不成立
応じる	$\varepsilon \pi$	0
応じない	εz	0

ここで株主は独立の意思決定主体であるので、合理的な株主であれば $\varepsilon \pi$ と εz を比較して戦術を選択するであろう。しかし、ここでテイクオーバーが成立したときの企業価値の増加分 z は、買収者の私的情報である。そこで株主は、 z は非負であり $[0, z_{\max}]$ の一様分布に従う、またテイクオーバーが成立した際に買収者の利潤が負にならない、という 2 つの情報の下で z の値を予想することになる。以上の条件より、株主が予想する z の期待値は、

$$E(z | z \geq (1 - 2\alpha)\pi)$$

である。よって、株主がテイクオーバーに応じるための条件は、

$$\varepsilon \pi \geq \varepsilon \times E(z | z \geq (1 - 2\alpha)\pi) = \varepsilon((1 - 2\alpha)\pi + z_{\max})/2$$

すなわち、

$$\pi \geq \frac{z_{\max}}{1 + 2\alpha} \tag{3.3}$$

である。ここで、表 2-1 と表 3-1 は同一のものであるが(2.2)と(3.3)には大きな違いが見られる。これは(2.1)が(3.2)へと変化したことによるものである。

以上により、テイクオーバーが成立するためには(3.2)と(3.3)を同時に満たす π が存在すれば良いことになる。それは、

$$\frac{z_{\max}}{1 + 2\alpha} \leq \pi \leq \frac{z}{1 - 2\alpha}$$

を満たす π であり、このときフリーライダー問題は解決されテイクオーバーが成立する。これは、買収者が既存株主であることにより保有株式の価値の増分からの利益を得られることになる。その結果、テイクオーバーから得られる利益 z よりも大きな π を提示する余地が生まれるために、買収者と既存株主間での株式買い取り交渉が成立するという結論に達するものと考えられる。

3.2 経営者の近視眼問題の解決

次に、2.2 で取り上げた経営者の近視眼問題について考える。前に示したように、経営者の近視眼的行動を抑制しようとするするとテイクオーバーが起これにくくなり、経営者に対する規律付けが十分に行われなくなってしまう。一方、規律付けが十分に行われるようにテイクオーバーを起これやすくすると、経営者は近視眼的行を起しやすくなってしまう。両者はトレード・オフの関係にある。ここで、問題解決の着眼点として、テイクオーバーを起これやすくするという条件の下、経営者の近視眼的行動を抑制する方法を考える。すると、既存株主が何らかの方法で経営者の行動を監視するモニタリングを行うことによって問題解決が図れるのではないかということに気づく。ここでモニタリングとは、経営者の行動を株主が監視することである。その特徴としては、モニタリングを行う主体には各自モニタリングコストがかかること、誰か一人がモニタリングを行った場合その効果は全体に及ぶことの 2 点であり、公共財に似たものであるといえる。

では、このモニタリングは本当に起これ得るのであろうか。まず、企業には小株主しか存在しない場合を考えてみる。小株主は、ポートフォリオを組み多くの企業に投資を行っており、1 つの企業の便益の影響に個人の利益が大きく左右することはないという特徴がある。そのため、個人にとっての合理的な行動は、誰かがモニタリングコストを負担してモニタリングを行ってくれるのを期待して自分はモニタリングを行わない、ということになり、結果としてモニタリングは行われなということがわかる。この点は、Jensen (1989) も指摘している。

それでは、大株主が存在する場合はどうであろうか。ここで大株主とは、1 つの企業にしか投資をしていないか、あるいは 1 つの企業での株主保有割合が比較的大きいため、1 つの企業のパフォーマンスに大きな影響を受けるような株主を指すこととする。このような株主が存在すれば、たとえコストを負担してでも経営者に対して利潤最大化行動を取らせたいというインセンティブが生じる。そのため、大株主がモニタリングを行うという結論を得るのが妥当であろう。

また、株主数もモニタリングに対するインセンティブに影響を与える要因の1つである。いま、 N 人の対称な株主が存在する企業について考える。モニタリングによる企業の利潤の増加分を y 、モニタリングコストを m とする。この企業でモニタリングが行われた場合、各株主の獲得する利潤は、

$$\frac{y}{N}$$

と表すことができ、各株主がモニタリングを行うのは、

$$\frac{y}{N} - m \geq 0$$

のときであることがわかる。この条件は、 N が小さいほど成立しやすくなる。このため、株主数が少ない企業の株主のほうが、モニタリングに対するインセンティブを持つといえる。

それではここで、大株主が存在する場合のモニタリングについての論文である、Admati, Pfleiderer and Zechner (1994) を見ていくことにする。

N 個の危険資産（総供給ベクトルは e ）と1個の安全資産が存在している市場を考える。市場においては多くの小株主と1人の大株主が存在しており、大株主 L の初期保有資産は ω ($0 \leq \omega \leq 1$) である。モデルは3期から成る。1期目においては株式の売買が行われ、2期目において L はモニタリングレベル m を決定する。そして3期目に企業の利潤が実現する。なお、ここで投資家はリスク回避的な主体であることとし、大株主 L およびその他の投資家のリスク許容度はそれぞれ、 ρ および τ とおく。また、 α の株式を保有しているとき、モニタリングコストは $C(m, \alpha)$ 、期待利得は $\mu(m, \alpha)$ とする。

このとき L が選択するモニタリングレベルは

$$m(\alpha) = \arg \max_m [\alpha' \mu(m, \alpha) - C(m, \alpha)]$$

と表される。この式は、 L はモニタリングにより増加する利潤のうち自らの持ち株比率分だけを享受する一方で、そのコストは全て負担することを示している。

また、合理的な意思決定主体である小株主は、 L の選択するモニタリングレベルを予測した上で行動するため、資産に対する彼らの総需要関数は、資産の価格ベクトルを P 、全ての企業の期待利得のマトリクスを V とおくと、

$$\tau V^{-1} [\mu(m(\alpha), \alpha) - P]$$

と表せる。よって市場均衡において小株主は $e - \alpha$ だけの株式を保有することになり、これは均衡においては全ての株式を L が保有するわけではないということを意味する。また、均衡における価格ベクトルは、

$$P(\alpha) = \mu(m(\alpha), \alpha) - \frac{1}{\tau} V(e - \alpha)$$

となる。この式の第 1 項は資産から得られる期待利得を、第 2 項はリスクによる調整を表している。ここで、 L がモニタリングから得られる純利益を

$$\Psi(\alpha) \equiv \alpha'(\mu(m(\alpha), \alpha)) - C(m(\alpha), \alpha) - \frac{\alpha' V \alpha}{2\rho}$$

とおくと、均衡における L の株式保有比率は

$$\alpha_A \in \arg \max_{\alpha} \Psi(\alpha) - (\alpha - \omega)' P(\alpha) \quad (3.4)$$

となる。ここで、もしモニタリングが不可能であったときの均衡保有持ち株比率を $\alpha_p(\omega)$ としたとき、 $m = 0$ のとき全ての ω について、 $\alpha_p(\omega)$ は (3.4) を満たす。また、競争均衡における持ち株比率を α^* とすると、

$$\alpha^* = \frac{\rho}{\rho + \tau} e$$

と表すことができ、 α^* は ω に独立であることがわかる。

(1) 危険資産が 1 つの場合

まず、危険資産が 1 つである場合を考える。このとき危険資産からの期待利得は $\mu(m, \alpha) = \mu_0 + m$ であるとする。このとき L がモニタリングによって得ることが出来る利得は、初期保有株式の割合分だけである。なぜなら、モニタリングによって獲得が期待される利潤はすでに株式の売買の価格に反映されているからである。

もしもモニタリングが不可能である場合は、リスクシェアリングの観点から L は均衡における持ち株割合が α^* となるように行動する。一方、モニタリングが可能である場合は、売買する量が減少する。つまり、初期保有量が少ない場合は、売買後の持ち株割合は α^* より小さくなり、初期保有量が多い場合は大きくなるということである。

ここで仮に、 $\rho = \tau = V = 1$ とする。すると、モニタリングコストは

$$C(m, \alpha) = \frac{\gamma m^2}{2}$$

と表せる。なお、 $\gamma > 0$ および $\mu(m, \alpha) = m$ とする。このとき $m(\alpha) = \frac{\alpha}{\gamma}$ と表すことが

でき、最適な株式保有割合は

$$\frac{\alpha^2}{2\gamma} - \frac{\alpha^2}{2} - (\alpha - \omega) \left[\frac{\alpha}{\gamma} - (1 - \alpha) \right]$$

を最大化する α であり、それは

$$\alpha_A(\omega) = \frac{\omega(1 + \gamma) + \gamma}{1 + 3\gamma}$$

である。なお、このとき γ はモニタリングにおける限界費用を示す。 γ が増加したとき $\alpha_A(\omega)$ は $\frac{1 + \omega}{3}$ に収束し、これはモニタリングが不可能な際の均衡持ち株比率である。つまり、モニタリングコストが高い場合には L は非常に低いレベルを選択するということを意味している。

(2) 危険資産が複数の場合

次に危険資産が N 個の場合を考える。 L はそれぞれの企業の行動に対してモニタリングを行い、それらの行動は相互独立的なものであるとする。このとき $\mu_i(m) = m_i$ および $C(m, \alpha) = \sum_{i=1}^N \left(\frac{\gamma_i m_i^2}{2} \right)$ が成り立つ。また、均衡における L の持ち株比率は e に一致しないものとする。

ここで、 L について2つの企業に対する期待利得は独立かつ同一であり、一方モニタリングによる限界費用が $\gamma_1 < \gamma_2$ であるとする、 L はモニタリングコストを低く抑えるために企業1の株式よりも企業2の株式を多く保有する。これは、反直観的であるかもしれないが、限界コストが高いものを保有すると全体のモニタリングレベルを下げるという意思決定を行うことになるため、結果として総費用を抑えることへと繋がるのである。均衡において、 L は $\frac{\alpha_i^2}{2\gamma_i}$ というコストを負担することになる。

先に述べた例では、モニタリングが各企業に対して固有のものであるという仮定をおいていた。しかし、実際にはモニタリングは相互に影響を与えるものである。そのため、モニタリングにおいては社会的に無駄が生じてしまうこともある。

ここに、2つの企業と、 p と r という2つのモニタリング活動がある。2つの企業の利潤は独立であり、また $\rho = \tau = 1$ であるとする、期待利得は

$$\mu(m_p, m_r) = \begin{pmatrix} 1 & -12 \\ 0 & 11 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} m_p \\ m_r \end{pmatrix}$$

と表せる。2 つ目のモニタリング活動は資産 2 の期待利得を増加させる一方、資産 1 の期待利得を大きく減少させることになるものとする。モニタリングのコストは

$$C(m, \alpha) = \frac{m_p^2}{2} + \frac{m_r^2}{2}$$

とする。ファースト・ベストは L がそれぞれの資産を市場ポートフォリオに応じて保有していることであるが、今 L の初期保有資産は 0 であるとしたため均衡においては、

$$\alpha_A = \left(\frac{32}{116}, \frac{35}{116} \right) \text{ が実現し、最適なモニタリングレベルは } m(\alpha_A) = \left(\frac{32}{116}, \frac{1}{116} \right) \text{ となる。}$$

ここにおいて L は資産 1 よりも資産 2 を多く保有しており、これは value-reducing 行動であるといえる。

(3) 取引が反復的に行われる場合

今までは企業の利潤が実現する前に、株式の売買は 1 度しか行われぬものとして議論を進めてきた。しかし、この条件は常に満たされるとは限らない。そこで、ここでは取引が 1 度に制限されない場合を考えることにする。そのような条件下では、今まで述べてきたような L が α^* という持ち株比率を選択し、社会的に最適なモニタリングレベル $m(e)$ でではなく、2 番目に最適なモニタリングレベル $m(\alpha^*)$ が選択されるような均衡が存在しうるであろう。また、そのような均衡が存在しない場合もあると考えられる。

もし、モニタリングが不可能かつ $\omega \neq \alpha^*$ であると仮定すると、1 度目の取引が行われた後の均衡持ち株比率は $\alpha_p(\omega) = \frac{\rho(1+\omega)}{2\rho+\tau}$ となる。しかし、ここで投資家が次期も

取引を行うことが可能であると予測したとすると、1 度目の取引の需要量は変化し、 $\alpha_p(\omega)$ は均衡持ち株比率ではなくなってしまう。モニタリングが可能である場合にも同様に、均衡は変化する。そこで、取引が反復的に行われる場合においても成立するような均衡 α_G の存在について議論する。なお、

$$\alpha_G \in \arg \max_{\alpha} \left[\Psi(\alpha) - \Psi(\alpha_G)' P(\alpha_G) \right]$$

であり、また全ての $\omega \in [0,1]$ について

$$\Psi(\alpha_G) - \Psi(\omega) - (\alpha_G - \omega')P(\alpha_G) > 0$$

ただし $\omega \neq \alpha_G$ とする。このとき合理的な投資家は L が最終的に α_G を選択することを予測した上で自らの利潤を最大化する行動を選択する。もちろん L は利潤最大化行動により α_G を選択するため、 α_G は均衡になり得る。

ここで、仮に $N = \rho = \tau = V = 1$ 、 $\mu(m, \alpha)$ および $C(m, \alpha) = \frac{\gamma m^2}{2}$ であるとする。この

条件下において最適なモニタリングレベルは $m(\alpha) = \frac{\alpha}{\gamma}$ となり、 L の利潤は

$$\Psi(\alpha) = \alpha^2 \left(\frac{1}{2\gamma} - \frac{1}{2} \right)$$

である。 $\gamma > 1$ のとき $\alpha_G = \alpha^* = 0.5$ において均衡が成立し、

$$P(0.5) = m(0.5) - \frac{1}{\tau}V(1 - 0.5) = \frac{1}{2\gamma} - \frac{1}{2}$$

となる。もしも L の初期保有比率が 0.5 であったときには取引は起こらない。 $\gamma < 1$ のとき、 α_G という均衡は存在しない。

(4) 総利潤最大化

今までは、 L はモニタリングによって得られる利益は初期保有量のみ依存し、市場での株式売買を通じては何の利益も得られないものとしてきた。しかし、ここでは新たにモニタリングによって他の投資家が得られる利益の一部を L が獲得できるものと想定する。つまり L が ω から α へと持ち株比率を変化させたとき、モニタリングにより得られる利潤も $\Psi(\omega)$ から $\Psi(\alpha)$ へと変化するということである。ここで、 L の持ち株比率が α であるとき小株主が得られる利益の合計を $Y(\alpha)$ とすると

$$Y(\alpha) = (e - \alpha)' \mu(m(\alpha), \alpha) - \frac{1}{2\tau} (e - \alpha)' V (e - \alpha)$$

と表すことができ、 L が持ち株比率を ω から α へと変化させたときの全ての投資家の利潤の合計は

$$\Psi(\alpha) + Y(\alpha) - [\Psi(\omega) + Y(\omega)]$$

となる。ここで、総余剰を最大にするような α を α_s とすると、 α_s は

$$\frac{\alpha}{\gamma} - \frac{\alpha^2}{\gamma} - \frac{\alpha^2 V}{2\rho} - \frac{(1 - \alpha)^2 V}{2\tau}$$

を最大化するような α である。

仮に、 $\gamma = 2$ および $V = \rho = \tau = 1$ であるとする、 $\alpha_s = 0.6$ となり競争均衡における $\alpha^* = 0.5$ よりも大きくなる。よって直観的に、より多くの株式を保有することによるリスクも高くなる。ここで γ が 0 に近づくとき、つまりモニタリングコストが非情に低いとき、モニタリングによる利益が大きくなり α_s は 1 に近づく。また、すべての株主がリスク中立的であるときにも、リスク負担を考慮に入れる必要がなくなるため α_s は 1 に近づき、社会的に最適なモニタリングレベルが選択される。

(3) までに見てきたように、市場に 1 つ以上の危険資産がある場合、市場ポートフォリオに沿った均衡は存在せず、またモニタリングの限界費用が高い資産をより多く保有してしまうという均衡が選択されていた。総余剰を最大化するポートフォリオを選択した場合においても、それは市場ポートフォリオとは異なってしまふ。ただし、モニタリングの限界コストが低い資産をより多く保有するというポートフォリオを選択することになり、 L に対してモニタリングを行うインセンティブを与えることに繋がる。しかし、(3) において見てきたような市場においては、このような均衡は存在しない。

これまで見てきたモデルにおいては常に、小株主はモニタリングを行わずに大株主のモニタリングにフリーライドするという問題が発生している。しかし、そのような条件下であっても、大株主はモニタリングを行うインセンティブをもつという均衡が存在することが示された。このモニタリングが行われることにより、経営者が近視眼的行動をとってしまうという問題は解決されテイクオーバーが機能すると考えられることから、大株主が存在することがテイクオーバーが有効に機能することの条件となると解することができる。

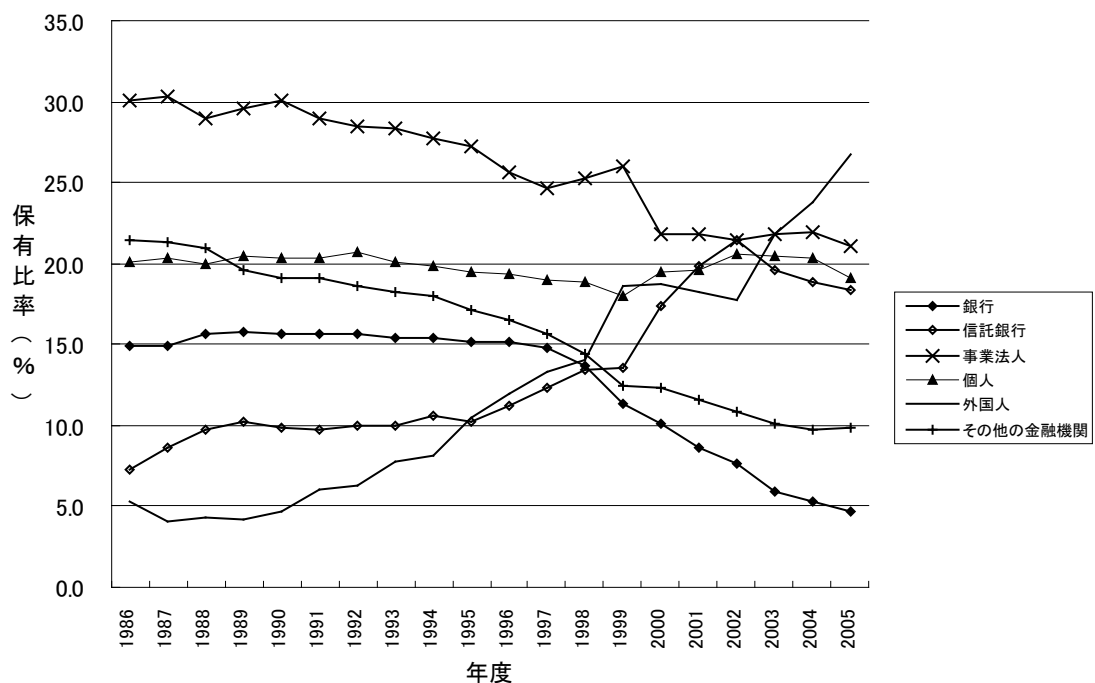
第4章 株主構成

2章および3章において、テイクオーバーがある一定の条件下では有効に機能しうることが分かった。その条件とは、テイクオーバーを試みるような大株主が存在していることである。では実際に日本においては、このような条件は満たされているのだろうか。そこで本章では、日本企業の株主構成を見ていくと共に、実際に日本においてテイクオーバーが行われているかどうかについて見ていくことにする。

4.1 日本企業の株主構成

表4-1は日本企業の株主構成の変化を示したものである。これを見ると、銀行などのある一定比率以上の株式を保有する大株主が存在していることがわかる。そのため、テイクオーバーが有効に機能する条件は満たされており、日本においてもテイクオーバーが起こっていることが推測できる。

表4-1 株主構成の変化



出所：全国証券取引所の資料に基づき作成

4.2 敵対的買収の事例

それでは、実際に日本において発生した敵対的買収についてみていくことにする。前節において、日本でもテイクオーバーは有効に機能しうる条件を満たしており、実際に起こっていると推測した。しかし、実際に日本でライブドア事件より前に起こった敵対的買収の事例は、わずかに6件である。それぞれの事例について紹介する。

①C&WによるIDCに対する敵対的買収

1999年5月、ケーブル&ワイヤレスが戦略上の理由からIDCに対して敵対的買収を仕掛けた。これに対しIDCの経営陣は、NTTにホワイトナイトとして友好的買収を行うことを要請し、友好的買収者NTTと敵対的買収者ケーブル&ワイヤレスの株式争奪戦となった。ケーブル&ワイヤレスは、友好的買収者としてNTTが登場してきたため公開買い付け価格を上げるという戦略を用いた。また、既存株主のトヨタ等は「株主価値を最大化する相手を選択する」という認識を示した。そのため、友好的買収者であるNTTは敗れ、ケーブル&ワイヤレスによる敵対的買収は成功を収めた。

②日本BIによるエスエス製薬に対する敵対的買収

2000年1月、ベーリンガー・インゲルハイムが戦略上の理由からエスエス製薬に敵対的買収を仕掛けた。ベーリンガー・インゲルハイムは個人投資家をターゲットとしたプレミアム設定を行ったため、事前の経営者の承認がなかったにもかかわらず順調に株式を集めた。また、もともとベーリンガー・インゲルハイムはエスエス製薬の筆頭株主であったため要獲得株式数が少なかったこと、また筆頭株主との関係悪化を嫌ったエスエス製薬の経営陣が具体的な対抗策をとらなかったことなどから、敵対的買収は成功を収めた。

③MACによる昭栄に対する敵対的買収

2000年1月、エムエムシーが経営陣への不満を理由に、昭栄に対して敵対的買収を仕掛けた。初の日本企業同士の敵対的買収である。昭栄の経営陣は赤字事業合理化策などを打ち出し、株価は高騰。また、昭栄の大株主キャノンの反対もあり予定取得株数を大きく下回る6.5%の取得となり、エムエムシーによる敵対的買収は失敗に終わった。後にエムエムシーは、昭栄の自己株買い付けに応じてキャピタルゲインを獲得した。

④SPJによるユシロ化学に対する敵対的買収

2003年12月、スティー爾・パートナーズがユシロ化学に対して敵対的買収を仕掛けた。これに対してユシロ化学の経営陣は増配で対抗。その結果株価は高騰し、スティー爾・パートナーズは持ち株比率を当初の9.9%から伸ばすことが出来ずに、敵対的買収は失敗に終わった。但し、このときスティー爾・パートナーズは高配当を獲得し、また後に株式を売却することによりキャピタルゲインをも獲得している。

⑤SPJによるソトーに対する敵対的買収

2003年12月、スティー爾・パートナーズがソトーに対して敵対的買収を仕掛けた。これに対してソトーの経営陣は、大和証券系のファンドにホワイトナイトになるように要請した。しかし、これでは効果があまり出なかったため、さらに対抗策として増配を用いた。その結果株価は高騰し、スティー爾・パートナーズは持ち株比率を12.4%から13.1%に伸ばしたに留まった。結果として敵対的買収は失敗に終わったが、スティー爾・パートナーズは高配当とキャピタルゲインを獲得している。

⑥三井住友によるUFJに対する敵対的買収

2004年、三井住友がUFJに対して敵対的買収を仕掛けた。これに対してUFJの経営陣は、東京三菱に黄金株を発行することで対抗。UFJの経営陣の対応を見た三井住友が結局最後まで具体的に買収策を仕掛けなかったため、敵対的買収は収束した。

この6つの事例を見ていくと敵対的買収が成功したといえるのは①と②だけであり、残りの4例には失敗に終わっている。しかし、テイクオーバーについて先進国であるアメリカなど海外でも成功した事例は少なく、敵対的買収の3割程度であると言われている。とすれば、敵対的買収の事例そのものが少ない日本においては、成功の事例が少ないのは当然である。そもそも成功したからといってテイクオーバーが良いものになるというわけでもなければ、失敗したからといって悪いと断言することも出来ない。テイクオーバーが試みられたことにより、それを嫌った被買収企業が経営革新などを行い経営の効率化が図られたとする。するとそれは、経済を効率化・活性化する要因となったという意味で良いテイクオーバーであったといえるのではないだろうか。つまり、テイクオーバーが成功したか否かは重要ではなく、その機能が働いているかどうかの方が重要なのである。

4.3 敵対的買収発生を妨げる諸要因

それではなぜ、日本では敵対的買収の事例が少ないのであろうか。その理由としては以下の三点が考えられる。まず第一に安定株主が存在していて、その持ち株比率が大きかったこと。第二に、日本では資本市場が未成熟であったこと。第三に、日本人の企業観がテイクオーバーに否定的であったことである。これらの三点について詳しく見ていくことにする。

4.3.1 株主構成の変化

再び、今度は新たな側面から株主構成を見ていこう。確かに日本企業には大株主が存在しているが、着目すべきは彼らの性格である。日本企業の大株主と呼べるものは、銀行や関係会社など安定株主と呼ばれている株主なのである。

1960年代、資本の自由化が起こり、外資が導入された。日本企業は外資による乗取りを懸念し、安定株主の確保の必要性が叫ばれるようになった。そこで、古くから存在していた株式の相互保有が本格化されるようになった。相互保有会社は、企業の経営陣の立場に立って議決権を行使するという特徴を持つ。お互いがお互いの経営陣の立場に立つことが、自らの地位を確保することへと繋がる仕組みである。経営陣は相手企業の経営の効率化よりも、自らが経営権を有することに興味を持っていた。そのため、相互持合いの会社は、テイクオーバーを起こすインセンティブを持っていなかったといえる。また、銀行などの金融機関も安定株主として機能した。当時、銀行に求められたのは円滑な資金の調達相手となることであった。またバブルが弾けるまでは、お金を貸せば利益が出るという状態が続いていたので、金融機関は融資先の獲得合戦を行っていた。融資した資金の投資先には興味を持っておらず、テイクオーバーを行うインセンティブを有してはいなかった。さらに従業員持ち株制度の導入により、企業には安定株主が多く市場の浮動株比率は小さかった。その結果、テイクオーバーを行うインセンティブを有した大株主が存在する余地はなかったと考えられる。

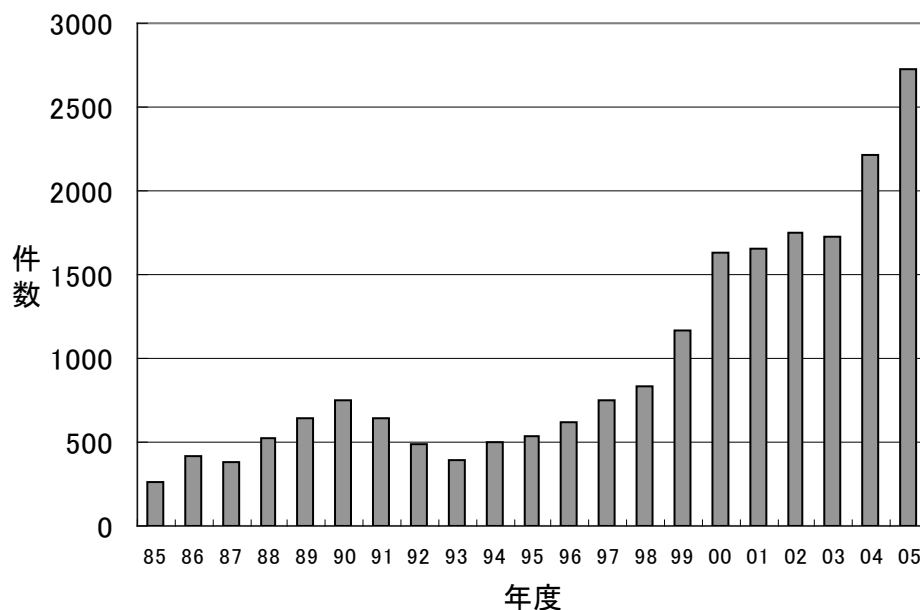
しかし近年では、株式の持ち合いの解消やメインバンク制の崩壊などにより、安定株主の持ち株比率は低下してきている。株価の長期低迷や株式についての時価会計制度などの導入から、業務提携や資本提携といった場合でなければ株式の相互保有はプラスにならないと判断されたためであると考えられる。また、銀行についても株式保有規制や不良債権処理目的のために保有株式を放出する動きが相次いだ。それに対して持ち株比率が上昇してきているのが機関投資家や外国人である。彼らは投資家であるため、企業の業績が悪ければ株式を売却する。法人等についても相互保有でなけれ

ば保有株式を売却するインセンティブを持つ。さらにはテイクオーバーを行うインセンティブを持つ者も存在と考えられる。また、日本人投資家も「モノを言う」株主へと性格を変えてきており、経営の効率化や企業価値の向上を求めるような株主が増加してきている。このように日本企業の株主構成は、テイクオーバーの発生を促すように変化してきていることがわかる。

4.3.2 資本市場の発達

次に、資本市場についてみていく。日本は株式会社制度を採用しており、公開会社も多い。公開会社とは、より多くの株主から資金を調達することを目的としており、株主の個性が重視されない会社形態である。この公開会社という形をとる以上、株式はどのような人にも譲渡されうるし、またどのような株主が出現しても会社には株主を選ぶ権利はない。むしろ会社は出資者のものであるという観点から見ると、株主こそ会社の本来の所有者であり、経営陣は株主の意思を尊重する義務があるといえる。株主が望むのであれば経営陣の交替は行われるべきであり、合併や企業再編についても同様のことが言える。しかし実際のところ、それらはなかなか行われていない。その大きな理由として挙げられるのが資本市場の未成熟である。

表 4-2 M&A 件数の推移



出所：レコフ資料より作成

日本では株式市場は存在していたものの、その法制度は十分であったとはいえない。それは日本において、敵対的買収だけでなく買収そのものの発生件数が少なかったということからわかる。ここで表 4-2 を見てもらいたい。この表からも分かるように、日本では 90 年代後半まで M&A の発生件数が非常に少なかったが、97 年、98 年あたりから急速に増加している。この理由として考えられるのが、企業再編などに関する法制度の制定である。97 年には持ち株会社が解禁されると共に合併制度が簡素化された。99 年には株式交換・移転制度が導入され、同時にそれらに関する税制も導入された。01 年には会社分割制度が改革され企業再編がより容易になった。03 年には産業再生法が、04 年には企業結合ガイドラインがそれぞれ制定されるなど、近年、法制度の整備が進んでいる。つまり、資本市場において法制度が十分に整備されていなかったことが M&A の発生件数が少なかった一因であるといえる。05 年には新会社法が成立されるなど、法整備は着実に進んでいるため、これから日本においても M&A が増加していくと考えられる。

また、表 4-2 と先ほどの敵対的買収が起こった時期とを照らし合わせてみると、M&A の発生件数が増加してきた近年に敵対的買収も発生していることがわかる。つまり、敵対的買収の発生件数が少なかったことは、そもそも M&A の発生件数が少なかったことから考えると妥当な結果であり、資本市場において十分に法制度が整備されていなかったことが要因であるといえる。さらに、M&A の発生件数が増加していくと考えられる今後は敵対的買収の発生件数も増加していくのではないかと考えられる。

4.3.3 日本人の企業観

最後に日本人の企業観について考える。従来、日本の企業社会においては、経営陣の意思に反して行われる対的買収は好まれていなかった。むしろ経営陣から会社経営権を奪取する「会社のとり」として拒絶する風潮が強かった。しかし近年、企業再編や経営の効率化などを目的とした企業買収が頻繁に起こるようになり、経営陣の交代も日常的なものとなってきた。そのような時代の流れに伴い、敵対的買収に対する見方も次第に変化してきている。経営の効率化を進めるようなものや企業価値を高めるようなものであるならば、敵対的買収であろうと拒絶すべきではないという考えが普及してきたのである。また、株主の間でも、減経営陣に代わり経営効率を高め企業価値を上げてくれるような者であれば、買収者によって企業経営が行われても構わないという考え方が受け入れられるようになってきた。それと同時に、経営陣が買収防

衛策を実施する際には、自己の保身が目的であってはならないという考え方も浸透してきた。したがって経営者の交代が行われることの原因が敵対的買収であるか否かということは問題ではなく、経営者の交代によって企業価値はどうなるのかということのほうに重点が行われるようになり、企業価値をより高めることの出来る経営者に経営権を与えるべきであるという考え方が一般的になってきている。また、どの経営者に経営を任せるかは企業の所有者である株主が決めるべきであるという考え方も示されるようになってきた。このため、敵対的買収に対する拒絶という風潮は弱まってきていると言える。

これまで日本において敵対的買収の事例が少ない要因として考えられる三点について見てきた。すると、今後敵対的買収は増加していく、という結論にたどり着く。まず、株主構成は変化してきており、安定株主の持ち株比率は低下してきている。次に、資本市場の法制度が整備され、M&A の発生件数も増加してきている。さらに、日本人の企業観の変化により敵対的買収に対する嫌悪感が薄れてきている。三つのどの側面からみても、敵対的買収が増加していくという結論に矛盾するものはない。したがって、今後は日本においても敵対的買収が増加していくと考えられる。

第5章 新会社法

ここでテイクオーバーが有効に機能し得る際の条件として、もう1つ忘れてはいけないものがある。それは、経営者の近視眼問題から導き出されたテイクオーバーのコストについての条件である。テイクオーバーが発生しやすくするためには、テイクオーバーのコストを下げてやらなければならない、というものである。そしてそのコストとは政府が決定できる変数であった。つまり、政府がテイクオーバーに対してどのような政策を行うかによって、買収者にとってのテイクオーバーのコストが左右されるということである。では、政府はテイクオーバーに対してどのような政策をとっているのだろうか。政府が定めたコストはテイクオーバーの発生を妨げるものになっていないだろうか。そこで、本章ではテイクオーバーに対する政府の政策について見ていくこととする。

テイクオーバーに対する政府の政策としては、企業買収を促すような制度と敵対的買収に対する防衛策の導入の2点が考えられる。これらは、新会社法成立において原案から変更された点として、序章で取り上げたものである。そこで、この2点について新会社法と関連させて見ていくことにする。

5.1 企業買収の促進に関する制度

まず、企業買収を促すような政策について見ていくことにする。しかし、これまでに制定された企業買収を促進する制度については、前章において資本市場の成熟化という観点から既に説明した。ここでは、今回の改正において適用が先送りされた組織再編時の対価柔軟化について考えることとする。

組織再編時、例えば企業買収を行う際などには、その対価は現金であることが前提であった。そのため、組織再編行為には多額の現金を有している必要性があった。また、企業買収を行える主体は、多額の現金を有しているような大企業に限られていた。しかし、近年では中小企業やベンチャー企業など現金資金をそれほど有していない企業が台頭してきた。そこで、組織再編の対価として現金以外のものを認めることを求める声が大きくなった。また、外国法人からも同様の要請が出ていた。そこで実務上の要請に応じて、組織再編時の対価柔軟化という政策が採用されたのである。これにより、いわゆる三角合併が可能になることや、企業買収に多額の現金資金を用意する必要性がなくなったため、今後企業買収が活発化すると考えられている。

5.2 敵対的買収に対する防衛策

次に、敵対的買収に対する防衛策に関する政策について見ていく。1章において、アメリカで生み出された防衛策を紹介した。そこで、本節では先に紹介した防衛策が日本において導入可能であるかどうかを議論する。

5.2.1 事後的対抗策

まずは事後的対抗策についてみていく。なお、ここでは、増配や防衛的自社株買いについても事後的抵抗策を含めて議論する。

(1) 白馬の騎士（ホワイトナイト）

ホワイトナイトは、友好的な第三者が見つければ効果が大きいと考えられる。しかし、その協力者を見つけるのが困難であるという問題点もある。それは、例えば敵対的買収者に対抗して友好的 TOB を行ってもらう場合には、協力者は大きな資金力を持っていなければならない。また、当該 TOB が協力者にとって何らかのシナジー効果を生むものでなければ、友好的な第三者の役割を果たしてはくれないであろう。そのため、友好的な第三者は上記の2点を兼ね備えたものでなければならず、短期間のうちにそのような協力者を見つけ出すのは難しいと考えられる。また、ホワイトナイトがトロイの木馬である危険性にも留意しなければならない。

(2) 第三者割当増資

第三者割当増資は、持ち株比率を下げるなど既存株主の利益を著しく侵してしまう可能性が高い。そのため、買収者を含めた株主から訴えられるリスクが高い。

(3) 逆買収（パッカマン・ディフェンス）

逆買収は、自社が相手企業を買収するため正当な理由が必要となってくる。また、必ずしも買収合戦に勝利できるとは限らないため、有効性に疑問が生じる。

(4) 王冠の宝石（クラウンジュエル）

焦土作戦は、既存株主の利益を著しく損なう恐れがあるため、株主総会特別決議が必要となる。また、自らの企業価値を著しく損なうため、取締役の責任が問われる危険性がある。

(5) 増配・防衛的自社株買い

増配は、会社に留保資金があれば手続きは容易であり実行可能である。しかし、株価の上昇につながるかどうか、防衛策として機能するかどうかはわからない。防衛的自社株買いは、自己株式について企業は議決権を有しないため、買収者の持ち株比率を上げてしまう恐れがある。そのため、どちらも必ずしも有効な手段とはいえない。

表 5-1 事後的防衛策の比較

対抗策		法的制約	協力の 要否・軽重	時間的 制約
増配		小	不要	短
ホワイトナイト	対抗 TOB	小	要・軽	長
	合併	大	要・重	長
防戦的自社株買い		小	不要	長
第三者割当増資（時価）		大	要・軽	短
逆買収		大	不要	長
クラウンジュエル	資産譲渡	大	要・軽	短
	営業譲渡	大	要・重	長

出所：本文より作成

表 5-1 は上記の事後的対抗策を、法的制約の有無、必要となる第三者協力の程度、時間的制約の 3 点から見たものである。表 5-1 および上記の内容から考えると、最も実効性の高い事後的対抗策はホワイトナイトに友好的 TOB を行ってもらおうというものである。この手法においては、日頃から事業上のパートナーとつながりを深めておくか、あるいは資本提携を進めておくことが必要となる。そのため、事後的対抗策を講じる場合においても、事前に策を講じておくことが必要となり事前の防衛策が重要となってくるということがわかる。

5.2.2 事前の防衛策

次に事前の防衛策についてみていく。なお、ここでは配当政策や IR は事前の防衛策に含めないが、これらの実行可能性は高い。そのため、これらの経営対策を敵対的買収に対する防衛策として用いることは可能である。

(1) 安定株主の確保

安定株主の確保は最も基本的な買収防衛策であり、実行性に問題はない。

(2) ゴーイング・プライベート

株式の非公開化は、株主利益に大きな損害を与える可能性がある。また会社にとっては資金調達の利便性が薄れるため、この決断は容易ではない。

(3) 複数議決権株式(スーパー・ポーティング・ストック)

複数議決権株式は、日本の法律では認められていない。

(4) 黄金株(ゴールデン・シェア)

黄金株は、買収者に対抗可能な手段である。しかし、平時の株主総会の手続きがわずらわしくなるという問題がある。今回の改正で利用が可能になったが、まだ議論の余地は残されている。

(5) ライツ・プラン

ライツ・プランは、今回の改正で利用が可能になった。しかし、他の株主の株式を希薄化してしまうなどといった問題点がある。アメリカにおいてもライツ・プランは全て認められているというわけではなく、日本においても十分な議論が必要である。

(6) 絶対的多数可決条項(スーパー・マジョリティ条項)

絶対的多数可決条項は、定款変更が必要である。また外国人投資家から反対が強い。

(7) 取締役期差条項(スタガードボード条項)

取締役期差選任は、友好的な買収に対してもコストが大きくなってしまいう問題がある。また、株主が年一回取締役を選任する権利を害することや、委任状による支配権争奪を不可能にするものとして外国人投資家から反対が強い。

(8) ゴールデン・パラシュート

ゴールデン・パラシュートは、定款に記載が必要である。また、任期満了の取締役には適用されないという問題点がある。

(9) 支配変動条項(チェンジ・オブ・コントロール)

支配変動条項は、定款変更が必要である。また、外国人投資家から反対が強い。

(10) 普通株式発行授権枠の増加

普通株式発行事件枠の増加は、日本においてもアメリカ同様に利用できるが、これは直接的な防衛策とはならない。

表 5-2 事前の防衛策の比較

対抗策		法的制約	投資家	実行可能性
株主対策	株主安定化	小	—	○
	対抗措置事前警告型防衛策	小	賛成	○
株式対策	ゴーイング・プライベート	小	反対	△
	ライツ・プラン	小	賛成	○
	黄金株	小	反対	△
その他	絶対多数可決条項	大	反対	△
	取締役期差選任	小	反対	×
	ゴールデン・パラシュート	大	反対	△
	支配変動条項	大	反対	×

出所：本文より作成

表 5-2 は法的に認められている事前の防衛策を、法的制約の有無、外国人などの投資家の反応などという観点から実行可能性について比較したものである。事前の防衛策には導入可能と考えられるものが多い。特に防衛策の中心として期待されているのがライツ・プランである。しかし、ここで注意しなければならないのはアメリカではライツ・プランはここ 20 年発動されておらず、経営陣と買収者の交渉の余地を持たせるために導入されているものである。また、過度な防衛が起こらないようにするためライツ・プラン導入に関するルールが定められている。日本においても同様の効果を期待するためには、アメリカ同様、導入についてのルールを定めていく必要がある。

5.3 防衛策の導入

最後に、実際に企業が導入した防衛策について見ていく。前節において、事後的防衛策よりも事前の防衛策が重要となってくるという結論を得た。そして防衛策の中心として機能することが期待されているのは、ライツ・プランである。しかし、現在最も多くの企業が導入しているのはライツ・プランではない。それは対抗措置事前警告型と呼ばれるもので、事前の防衛策の1つとして表5-2に挙げているものである。

対抗措置事前警告型とは、予め買収者に対して一定のルールを公表し、出現した買収者がルールを守らない場合、その買収に対して対抗策を発動するものをいう。そのルールの内容としては、買収者に対して買収条件や目的、期待されるシナジー効果、具体的な経営効率化の内容などを明らかにすることが挙げられる。対抗措置事前警告型の種類としては、松下電器産業が導入したスキームと逃避場が導入したスキームの2つが存在している。特に定まった形はないので、今後新たな形態が出現する可能性もある。対抗措置事前警告型の利点としては、コストが割安であることと取締役会決議のみで導入できることが挙げられる。その一方で、対抗策を発動する際には、その目的が経営陣の保身とならないように合理性を担保する必要がある。その方法としては、独立社外取締役等がチェックをする、あるいは客観解除要件を設定するといったものが考えられているが、実効性には疑問が残るのも事実である。また、対抗措置事前警告型は買収者に対して情報公開を求めるものであり、それ自体が直接的な防衛策となるものではない。そのため、他に対抗策を定める必要がある。

しかし、それにも関わらず対抗措置事前警告型を採用している企業は多い。これは、対抗措置事前警告型の導入により、買収者が出現してから買収が推し進められるまでの時間を稼ぐことができるためと考えられる。買収者が買収案を提示する間に、企業の現経営陣も経営改革案を練ることが可能になる。もちろん買収者の提示した案を検討する時間も確保することができ、合理的な判断が可能になると考えられる。また株主側からしても、現経営陣と買収者の双方の経営改革案を比較検討した上で、株主が望ましいと評価する者に経営を任せることが出来る。そのため、対抗措置事前警告型の導入にはメリットが大きいと考えられる。

それでは、組織再編時の対価柔軟化の適用が一年先送りされたこと、敵対的買収に対する防衛策の導入を認める条項が会社法に盛り込まれたことは、テイクオーバーのコストを増大させるものになるのであろうか。一見、これらはテイクオーバーのコスト増加につながり、テイクオーバーは抑制されてしまうように見える。しかし、1980

年代のアメリカを思い返してみると、その考えは一転する。敵対的買収がブームになった際、アメリカでは未だ敵対的買収に関するルールが定まっていなかった。その結果、社会的に好ましくない敵対的買収が増加し、また経営陣による過度な防衛が行われるなど、企業価値向上にふさわしくない戦略がとられる原因となった。アメリカではその後、敵対的買収者の認定基準や、企業価値を損ねない防衛策の在り方などが議論され、ルールが制度化された。その結果、敵対的買収のブームは収束に向かい、社会的に望ましくない敵対的買収は減少した。このことから、1980年代のブームには社会的に望ましくない敵対的買収がいかに多く発生していたかがわかるだろう。このようなアメリカの事例から考えると、敵対的買収が経済を効率化させるような機能を発揮するには、市場において制度が確立されている必要があるといえる。そして、それは企業買収を活発化させる前に、敵対的買収に対する概念や規制を制度化しておく必要があるということの意味する。そのため、今回の改正議論の際に、組織再編時の対価柔軟化についての条項の適用の1年間先送りにし、代わりに敵対的買収に対する防衛策の導入についての条項を盛り込むという判断は、テイクオーバーを有効に機能させる適当な判断であったといえる。

第 6 章 結論

最後に、本論文における結論を示しておく。理論分野である 2 章および 3 章から、テイクオーバーが有効に機能するためには一定の条件が満たされていることが必要であるという結論を得た。その条件とは、テイクオーバーを行うインセンティブを持っているような大株主が存在していることである。もし全ての株主が小株主から成っていたとしたら、外部から買収者が現れたとしてもフリーライダー問題が発生してしまいテイクオーバーは成立しない。あるいは、モニタリングを行うインセンティブを持った株主が存在せず、経営者が企業の長期的利益を害するような近視眼的行動に走ってしまう。しかしここで大株主が存在すれば、大株主がモニタリングを行う主体になりうるし、またテイクオーバーを行う主体になればフリーライダー問題は起こらない。よって、テイクオーバーが有効に機能し得るためには、企業に大株主が存在することが条件となる。

理論分野から得られた結論をもとに、つづく現実分析の分野では日本においてテイクオーバーは有効に機能し得るかどうかについて議論をした。4 章においては日本企業の株主構造からテイクオーバーの発生可能性について議論をした。従来日本においては安定株主の存在や資本市場の未成熟、さらには日本人の倫理観がテイクオーバーの発生を妨げていた。しかし、近年それらはテイクオーバーの発生を促すような方向に変化してきている。また、株主構成からもテイクオーバーを行うインセンティブを持った大株主は存在すると考えられる。そのため、これから日本ではテイクオーバーが発生し、またそれらは有効に機能し得るという結論が得られた。さらに 5 章では、今回の会社法成立がテイクオーバーのコストを増加させていないかどうかについて議論を行った。その結果、社会的に好ましくない敵対的買収の発生を防ぎ、企業社会の混乱を避けることに繋がるという結論に至った。もし仮に企業買収を促進させる政策のみを採用してしまっていたとしたら、資本市場には既に混乱が生じていたであろう。企業価値が破壊され、社会的に不経済となるような買収も発生していたと考えられる。そのため、今回の新会社法原案変更は、適当なものであったと結論付けることが出来る。

しかし、それと同時に、現在の日本における問題点も明らかになった。それは、企業買収に対する制度が不十分であることである。近年資本市場が成熟してきているものの、世界的に見た場合、特にアメリカと比べればその制度はまだ不十分である

ことが判る。今回の会社法成立論議において敵対的買収に対する防衛策の是非や、社会的に望ましい買収者の判断基準についてが大きな争点となった。その結果、企業買収の指針や企業価値についての概念などが示され、買収防衛ルールも整備されてきた。これから敵対的買収を含めた企業買収が増加していくと考えられる日本においては、それらの議論は裁判の場にも及ぶことになるだろう。そのため、この先日本においては、より明確な基準の確立が求められることになると考えられる。そして、その際、敵対的買収に対しての先進国であるアメリカの事例などを参考にして、社会的に望ましくない企業買収を抑制し、社会的に望ましいものは促進させるような制度を確立していくことが必要である。

また株主についても、防衛策の導入について「モノを言う」株主として働きかけることが重要となる。企業価値を損ねるような防衛策や、経営陣の保身目的の防衛策は、導入されるべきではない。そしてその判断は株主一人一人に委ねられているのである。今回の定時総会において、防衛策を導入した企業は数多い。しかし、経営陣が提案した防衛策が全て承認されたと言うわけではない。企業価値を損ねると考えられるものや、導入理由があいまいであるものは、定時総会で否決されている。また、買収防衛策を導入した企業が軒並み株価を下げているという事実もある。そのため、現在では経営陣が過度の防衛策を打ち出す防波堤として株主や投資家が機能していると考えられる。

以上の議論から、次のような結論が導き出せる。これから先も株主が同様に機能すれば、そしてより一層敵対的買収に関するルールが整備されるという条件が満たされるのであれば、今回の会社法原案変更は適当であり、この先テイクオーバーが日本においても有効に機能する。これを本論文の結論と位置づけることにする。

参考文献

- Admati, A.R., P. Pfleiderer, and J. Zechner, (1994), "Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium," *The Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 6, 1097-1130.
- Grossman, S.J. and O.D. Hart, (1980), "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation," *The Bell Journal of Economics*, vol. 11, No. 1, 42-64.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny, (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, Part 1, 461-488.
- Stein, J.C., (1988), "Takeover Threats and Managerial Myopia," *The Journal of Political Economy*, Vol. 96, No. 1, 61-80.
- 新谷勝, (2006), 「敵対的買収防衛策と訴訟リスク」中央経済社.
- 武井一浩・太田洋・中山龍太郎, (2004), 「企業買収防衛戦略」商事法務.
- 村松司叙, (2001), 「企業評価の理論と技法」中央経済社.
- 東京証券取引所ホームページ <http://www.tse.or.jp/index.shtml>
- トムソンファイナンシャルホームページ <http://www.thomsonfinancial.co.jp/>
- 法務省ホームページ ; 「会社法」の概要 <http://www.moj.go.jp/>
- レコフホームページ <http://www.recof.co.jp/>

あとがき

卒業論文のテーマとして、テイクオーバーに行き当たったのは本当に偶然であった。以前から興味があった企業金融という分野へとテーマを変えたいと考えたものの、何をやったら良いかわからずに戸惑っていた。そんなとき手に取った一冊の本で触れてあったのがテイクオーバーである。その言葉の意味も判らない状態であったが、なんとなく引き付けられ文献を探した。テーマを決定した当初は、まさか会社法成立とテイクオーバーをリンクさせることになるとは思ってもみなかった。そんな手探り状態であった4月を考えると、卒業論文を書き終えたということが不思議でならない。

このテーマ設定については、後悔することも多かった。アメリカにおいては進んだ分野であると言っても、日本では全くといっていいほど進んでいない分野であるため参考文献が少なかったことが大きな理由である。英語力不足、情報不足、実力不足、様々な要因が重なり、結果的に実証分析が出来なかったことが残念である。また、テイクオーバーの発生を妨げる要因や問題点の一部しか取り上げられなかったし、問題点の解決策としても同様のことが言える。海外での事例をより重視すべきであったかもしれないし、日本においても事例を組み込むべきだったであろう。その他にも、この論文が及ばなかった点をあげるときりがない。

これから日本では敵対的買収が増加し、法制度も充実してくる。そのため数年先には、この論文は古いものになってしまっているのだろう。それは残念なことでもあるが、そうでなければならないという意識もある。この論文で敵対的買収を取り上げたのを機に、これからも敵対的買収の事例について注意して見ていきたい。特に、敵対的買収の結果、企業価値がどう変化するのかと言う点は、この先最も注目すべき事柄であると考えている。

敵対的買収が行われることが当たり前となる時代が来るのは、そう遠くないだろう。そんな時代が来たとき、今とは違った立場で敵対的買収を見ていられるようにしたい。