

敵対的企業買収の意義について

はじめに

近年、日本においても敵対的企業買収を目的とした TOB は浸透しつつあるが、依然としてその事例は少ない。また、敵対的企業買収がより活発に行われているアメリカにおいても、買収対象企業による防衛策の導入は広範に見られる。これらの事実、企業の「経営支配権」は決して通常の財のように単純に市場で取引される性格のものではないことを示唆しているように思われる。本稿では、敵対的企業買収について経済学的議論を整理する¹。

1. 定義

1. 1 企業買収

企業買収とは、株式の購買を通じて、「企業の経営支配権」²が既存株主から買収者＝新株主へ移転することである。すなわち、企業買収は企業における「所有と経営の分離」を前提とした概念である³。

1. 2 敵対的企業買収

敵対的企業買収は買収対象企業の既存経営陣の同意が得られていない買収を意味する。但し、所有と経営の分離を前提とした上でもこの概念の意義は自明ではない。すなわち、企業の所有者は株主であり企業の目的を株主価値最大化に置く限り、既存経営陣の同意有無は重要性を持たない筈だからである⁴。

2. 所有と経営の分離がもたらす問題

所有と経営の分離が実現している状況では、株主は次の問題を解決する必要がある：第一に、当該企業価値を最大化する経営陣の選任；第二に、経営者によるモラルハザードへの対処。

2. 1 経営陣の選任

企業の所有と経営とが分離した状況では、定義上、企業経営は経営陣に委ねられているため、所有者である株主が経営を直接コントロールすることは不可能である。すなわち、株式所有の移転を行っても経営支配権自体を移転することは実際には実現困難である。しかしながら、株式所有者は企業の経営陣を選ぶことができる。従って、現実には株式を通じて売買されるのは、「企業の経営陣を決定する権利」であると考えることができる。よって、第一に、株主は当該企業の価値を最大化する能力を有する経営陣を選出する必要がある。

2. 2 モラルハザード

また、経営者に経営に係る広範な裁量を与えられていることは、以下のモラルハザード問題を引き起こす。経営者は経営を行うに当たって精神的なものを含め種々のコストを負担する一方、社会的ステータス等を享受する。これらは株主の効用には無関係

¹ 敵対的買収防衛策についてはライツプランを中心に2007年8月号の本欄で論じている。本稿の関心は敵対的買収そのものの意義にある。

² 次節で見るように、実際は「企業の経営陣を決定する権利」。

³ 実際、「企業の経営支配権市場 (market for corporate control)」が論じられ始めたのは1960年代に入ってからであり、経済学の歴史を考えると決して古いことではない。

⁴ 3. 3節で、情報非対称性問題と関連させて、この点に関する一つの解釈を述べる。

であるから、一般に株主と経営者との利害は一致しない。このような状況では、経営者は合理的行動として、株主ではなく自分自身の効用最大化を行う（モラルハザード⁵）。よって、第二に、株主は経営者のモラルハザードに対処する必要がある。

3. 敵対的企業買収の目的と評価①

敵対的企業買収は2節で見た二つの問題への対処であると考えることができる。

3. 1 最適な経営陣の再配置

目的の一つは、経営陣の再配置を通じた資源配分の効率化である⁶。買収者＝新株主が既存経営陣よりも優れた新経営陣を知っている場合、社会的観点からも新経営陣を配置することが望ましい。しかしながら、実際には以下の問題がある。

3. 2 代替的方法の存在

新経営陣の優位性が新技術の知識等にある場合は、同等な知識を有する主体からコンサルティングを受ければ、既存経営陣でも同水準の経営が可能かもしれない。そのような場合は、敵対的企業買収に比して低コストで目的を達成できる。

3. 3 既存経営陣の情報優位性

買収対象会社自体については、既存経営陣が最も詳細な情報を有していると考えられる。従って、買収者＝新株主や既存株主の判断は、少なくとも一部は劣位な情報に基づいている。従って、敵対的企業買収において既存経営陣が買収に同意していない場

合は、むしろ買収者側が誤った判断をしている可能性がある。このような場合は、敵対的企業買収は企業価値を毀損し、社会的に望ましくない結果をもたらす。一方、既存経営者は現在の地位に固執して買収に同意していないだけである可能性もあり、どちらであるかを一概に判断することはできない⁷。

4. 敵対的企業買収の目的と評価②

4. 1 既存経営陣の規律付け

もう一つの目的は、既存経営陣に対する規律付けである。敵対的買収が実施されると既存経営陣は現在の職を追われ、現在得ている報酬やステータスを失う可能性が高い。このことは経営陣にとって脅威であり、株主の利益に沿った経営を行う誘因となる。しかしながら、以下のように、これは必ずしも敵対的企業買収を正当化するものではない。

4. 2 代替的方法としてのインセンティブ契約

経済学の立場からは、モラルハザードの解決は、インセンティブ契約を通じた経営者行動の間接的コントロールによるべきである。特に不確実性が存在し、経営者の努力だけではなく運・不運によって結果が影響されるような場合には、敵対的企業買収は経営陣に過度のリスクを負担させる方法であり、社会的観点からは最適とは言い難い。

4. 3 既存経営陣が最適な能力を有する場合

既存経営陣の規律付けと、最適な経営陣の再配置とは必ずしも両立しない。既存経営陣が能力的に最適であってもモラルハザードは発生し得る⁸。この

⁵ すなわちモラルハザードは株主の立場からは問題であるが、経営者は合理的行動を選択しているに過ぎず、経済学的観点からはこのこと自体は問題ではない。

⁶ これは敵対性からは独立に、企業買収一般が有する目的である。

⁷ なお、敵対的買収防衛策の一つの存在意義は、情報開示を通じて、既存経営者との間に存在するこのような情報非対称性を解消することにあると解釈できる。

⁸ モラルハザードは経営者の裁量的行動によるものであり、能力的な最適性とは独立に起こり得る。

ような場合、既にモラルハザードが起こった後では、ペナルティとして既存経営陣を追い遣ることは、次期の経済活動を非効率なものとするため合理的ではない。すなわち、株主は、事後的にはモラルハザードに対するペナルティにコミットすることは困難である。しかしながら、そうするとこのことが予見され、敵対的企業買収は規律付けとして機能しなくなる⁹。

5. コーポレートガバナンス論との関連

5. 1 伝統的コーポレートガバナンス論

敵対的企業買収は、株主価値の最大化に立脚した伝統的なコーポレートガバナンスの一手段であるともみなすことができる。但し、以下の点を指摘することができる。第一に、各目的について、より望ましい代替手段が存在する可能性が高い。第二に、株主価値の観点に立っているため、株式市場の完全性が要求される。第三に、買収者＝新株主が選任した新経営陣は、既存経営陣と同様にモラルハザード問題に直面している。もし新経営陣が本当に最適な能力を有しているのであれば、まさに4.3節で論じたことと同様な状況が生じる。すなわち、自己の能力が高いために別の経営陣に置き換えられる可能性が低いことを見越した新経営陣は、モラルハザード的行動を取る誘引を持つ。

5. 2 ステークホルダー重視の考え方

最近発展している、ステークホルダー全体の厚生を重視したコーポレートガバナンス論との関連においては次の問題が指摘される。敵対的企業買収は、株主価値に立脚しているため、他のステークホルダーの行動への配慮には乏しい。しかしながら、現代で

は、少なからぬ企業において、労働者等のステークホルダーの長期的行動が重要であり、関係特殊的投資の促進が企業内の何らかのインセンティブ体系によって支えられている可能性がある。敵対的企業買収はこのインセンティブ体系に悪影響を及ぼし、株主への分配は上昇させても、企業価値全体を毀損させる可能性がある¹⁰。

6. 結論

- 敵対的企業買収は、「企業の経営支配権」＝「企業の経営陣を決定する権利」を株主間で移転する取引であり、「所有と経営の分離」を前提とした概念である。
- 敵対的企業買収の目的は(1)経営陣の再配置を通じた資源配分の効率化と、(2)既存経営陣に対する規律付けである。
- (1)は情報非対称性、(2)は事後的なコミットメントにより実効性に問題が生じる可能性がある。
- コーポレートガバナンスの観点からは種々の問題を含む。

参考文献：

Shleifer, A. and L. Summers (1988), "Breach of Trust in Hostile Takeovers", in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press.

Shleifer, A. and W. Vishny (1989), "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments", *Journal of Financial Economics*, 25, 123-139.

(日本経済研究所 経済調査部長 小田圭一郎)

⁹ Shleifer and Vishny (1989) によって最初にこの問題が指摘された。

¹⁰ Shleifer and Summers (1988) により最初に指摘された。