

<研究ノート>

敵対的買収 (hostile takeover) に関する覚書

鈴木 芳 徳

1

企業の M & A (merger and acquisition; 合併・買収) には、友好的 (friendly) M & A と敵対的 (hostile) M & A の 2 種がある。Merger (合併) というのは、複数の企業が法律上の手続きをへて一つになることであり、Acquisition (買収) というのは、相手企業の株式を握ることによって支配権を掌握することである。友好的 (friendly) というのは、関係する企業の間で合意が成立した上で行われる場合であり、敵対的 (hostile) というのは、そうした合意が形成されないまま行われる場合をいう。また、こうした M & A は、国際的な規模のものとなっており、外資系企業による日本企業に対するもの (Out-in M&A)、日本企業による外資系企業に対するもの (In-out M&A)、日本企業同士によるもの (In-in M&A) が区別される。

ところで、こうした買収 (Acquisition) の手法の一つが TOB (Takeover bid) である。ここでいう bid というのは、「買値」を意味し、例えばマーケット・メーカーが提示する買い呼び値についていう bid price と同義である。この TOB のことをアメリカでは tender offer (tender offer) と呼ぶことが多い。このときの tender という用語は、「全てのもものが同じ価格で実施される入札方法」という意味のものであって、「at a fixed price, usually at a premium over the current market price」(*The Penguin International Dictionary of Finance.*) であるのが通常である。この TOB に関しても、友好的と敵対的の両者があることはいうまでもない。TOB も tender offer も、わが国では「株式公開買い付け」と邦訳される。

TOB が行われるのは、一方に標的企業 (target company, 買収対象会社) があり、他方に乗っ取り屋 (raider, 襲撃者) があるからである。従って、これら両者のうちいずれかが欠けている場合、また両者の間が作動しないような仕組みが用意されている時には TOB は生じ得ない。日本の場合、さまざまな側面からこれらの制御が予め行われてきたため、TOB とくに敵対的なそれは行われがたかった。

すなわち、わが国の場合、TOB を「乗っ取り」と邦訳するように、社会的文化的なレベルで敵対的買収への拒否反応があるが、このことを別にしても、経済社会の制度的な側面で TOB が生じ得ないようにする仕掛けが用意されていたのである。第一に、外資規制が厳しく外国為替管理法は、原則禁止・例外自由の考え方を基本とするものであったから、外資が日本企業を買収の対象とすることは極めて困難であった。第二に、企業集団を基本とする株式相互保有は、外資による日本企業買収を予防する制度的な機構としての側面を有していた。これらの動きは、直接的には、1964 年 (昭和 39 年) の IMF8 条国移行、OECD 加盟などによって加速された株式相互保有の流れに見られるように、「黒船来航」への恐怖感から生じたものとみることができる。その後、1983 年レーガン大統領の来日、日米貿易不均衡是正の動きを受けて、翌 1984 年「日米金・ドル委員会報告書」「金融の自由化および国際化についての現状と展望」という報告書が発表されるに至った。この間の応酬を経験し、1996 年、当時の橋本首相のもとで「日本版金融ビッグ・バン」宣言が出されるに及んで、日本政府の考え方は 180 度転換する。この宣言において「フリー、フェア、グローバ

ル」の三者がキーワードとされたのである。この考え方の転換の意味は極めて大きく、のちに平成9年版「経済白書」は次のように述べるに至った。すなわち、「外国資本の参入、とくにM&Aという形での参入については、すでに存在する国内経営資源を海外からの優れた新たな経営資源と結びつけ、従来以上に有効かつ効率的に活用することにつながるものであり、経済システムが変化する中で、一定の役割を果すことが期待される。」何と急ピッチの態度変化であろうか、驚くべき急変というべきであろう。

現時点で、わが国におけるM&Aの現状はどうなっているだろうか。

IN-OUT（日本企業による外国企業を合併・買収した場合）が、凡そのところ年間200件、逆のOUT-IN（外国企業による日本企業の合併・買収の場合）が年間約150件、というのが大方の理解であろう。（レコフ社調べ、日経金融新聞2004年10月8日）

こうした流れと軌を一にして、いま、商法改正に向けて検討がすすめられている（2006年度実施を目的に、2005年の通常国会に会社関係法案を提出する予定）。今回の商法改正の一つのコアは、M&Aを積極的に推進しようというものにとつて、使い勝手の良い法整備を用意するというところにあるのであるが、今回の場合、予定されているのは「三角合併」と通称される方法であつて、外資との直接的な株式交換は見送られる見通しである。従来から、日本国内に限っては、自社株を買収資金の代わりに使う株式交換は、認められてきているが（1999年の商法改正）、これが外国企業にも認められるとなると、外国企業による日本企業買いが一気に進むのではないか、という危惧が高まりつつある。併せて、従来の税制上の扱いからすると、買収された日本企業の株主は、日本株を売り、外国株を買ったものと認識され、そこに譲渡益が生じ、従って譲渡益課税（キャピタルゲイン課税）が発生するものと考えられてくる。これでは買収される側の株主にとって妙味はなく、この点を是正することが検討されつつある。すなわち、入手した外国株を現実に売却した段階で課

税対象としてみる、という方向で現在検討が進められている。

さて、以上のような急ピッチの展開の発端は、小泉首相が2003年の国会における施政方針演説において、概ね次のような趣旨の発言をしているところにある。日本経済の再生と持続的成長のために、外国企業などによる対日直接投資を歓迎し、5年間で投資残高の倍増をめざす、というのである。この方針に支えられて、今日までの急ピッチの進展が実現しているのである。

2

昭和40年代から現今に至るわが国企業経営の実態を振り返ってみたとき、それが「株主権封殺経営」から「株主重視経営」への180度の転換を含んでいることに気づかざるをえない。

第一に、すでに略述したとおり、昭和40年代には、黒船来航からの企業防衛を旨とする株式相互保有が広く一般的に進められた。この本質は、今になってみると、「株主権をいかに封殺するか」にあったわけであり、株主権などというものを気にしないで経営実践に携わることが可能であった。

第二に、現今では、全く逆に「株主重視経営」が旨とされるべきことが説かれるようになり、企業統治が課題とされるようになった。かつては、企業統治のごときを課題として設定することはなくなかったのである。

しかし、ここにこそ重大な問題がある。「株主権封殺経営」から「株主重視経営」へということは、教科書の上ではいくら書けるにしても、現実の経営実践の中でこれを考えるということは至難の業といつてよいのではないか。その証拠に、わが国大企業の経営態度は、一言にして言えば、実に不用意・無防備な点があり、あたかも「赤紙をはって自分の企業を売りに出しているようなもの」と評されるところがある。下記は偶々大企業の余裕資金のランキング表であるが、例えばこうした余裕資金の用途について経営上、確たる方針が設定されていて、株主への配当金にあてるとか、

積極的な企業買収の原資に使うとかいうのならともかく、ただ漫然と巨額の資金を手元に置いておくだけのことであれば、企業買収の対象として絶好の存在として見られるに相違ない。

2004年3月期営業キャッシュフロー・ランキング
(単位：億円)

1	NTT	34,805
2	トヨタ自動車	22,830
3	NTTドコモ	17,102
4	東京電力	11,475
5	関西電力	8,083
6	日産自動車	7,974
7	ホンダ	7,129
8	ソニー	6,326
9	KDDI	6,226
10	日立	6,065
11	中部電力	5,923
12	松下電器産業	4,891
13	JR東日本	3,870
14	九州電力	3,868
15	JR東海	3,699
16	JFE	3,570
17	東北電力	3,364
18	JT	3,345
19	NEC	3,284
20	富士写真フィルム	3,273

「日本経済新聞」2005年1月7日による

もとより上記の営業キャッシュフローの数値が直ちに経営者が自由になる余裕資金を意味する、などということとはできない。営業キャッシュフローから、投資資金を差し引くことが必要だからだ。しかし、それにしても事柄のもとになっている営業キャッシュフローの資金規模が驚くべき巨額のものとなっていることは認識しておいてよいように思う。過去数年、企業は有利子債務の返済が直面する最大の課題であった。有利子負債の返済という分かり易い方針に則って財務上の諸問題を処理することは人々を承服せしめるに容易であった。しかし、これが一渡り終了してみると、上記の営業キャッシュフロー、投資資金を一体、どの

ような方針で動かしてゆくべきか、この問題にぶち当たることになったのである。どうも、過去に乗っ取り攻勢に悩まされた企業ほど事態の受け取り方は深刻で、企業の間の問題認識における温度差にはかなりのものがあるように感じられてならないのであるが、たとえばトヨタ自動車の場合、積極的な設備投資を内外に展開させ、内外企業の吸収合併など経営全般を攻勢に転じさせ、既に余裕資金を保有することだけを念頭においた経営から大きく転換している。総じて言えば、大企業における純現金収支(フリーキャッシュフロー)は巨額であり、これをどのような経営方針のもとにおくつもりなのか、必ずしも明確ではない、というのが大方の現状認識ではないのだろうか。

こうして、一般の企業にしてみると、自らの経営上の「無防備さ」だけが残ることになり、いざというときにわが身を守ってくれるものがないのではないか、という恐怖感だけが迫ってくる。外国企業によるM&Aの自由度は高まるばかり、これに比して日本企業の側での守護神はなくなったのではないか、ということが改めて認識されるようになった。そのせいでもあろう、2004年の秋口から「ポイズン・ピル」条項の設定が正面から議論されることが多くなっている。

こうして企業にとって、敵対的買収とそれへの備えをどうするかが、最大の関心事となる。敵対的買収の功罪に関して、一般的に、次のように整理されているようである。(武井一浩「敵対的TOBへの企業防衛戦略」『エコノミスト』2004.2.17号)

第一に、敵対的買収が有益とされる場合がある。非効率的経営を行っている経営者を適正に交代させる場合である。当該企業の資産などをより効率的に管理・運用する能力を有していることが前提となっている。これは「市場原理の貫徹」である。

第二に、敵対的買収が有害とされる場合がある。これには様々の変種がありうるが、例えば企業買収者が自らへの短期的利益の移転を図る場合には、企業の長期的利益に反する。このやや具体的な例示としては、いわゆる「解体的買収」と呼ばれるものがあり、企業の解体を行って利ざやを稼

ぐ行為である。これにより従業員や地域住民の利益を犠牲にしてもなお一部株主の短期的利益を実現しようとするものである。(『エコノミスト』95頁)

このような多くの弊害を有する敵対的買収は、個別の企業を破壊する効果を伴っており、また社会的にも好ましからざる結果をもたらすという認識から、「破壊的買収」と呼ぶことがある。いうところの「破壊的」とは「標的会社、及びその株主にとって利益にならず、かつその他の会社関係者(stakeholder)に対しても利益にならない(標的会社から買収者に対して純粋な利益移転が起こるのみである)ことを意味する。」(松井秀征「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」『立教法学』63号, 2003年, 119頁)

かくて企業にとって、この第二の「破壊的」企業買収をいかにして回避するか、が直面する課題となる。そして企業買収防衛策として「ポイズン・ピル」が登場する。

「ポイズン・ピル」には、様々のものがあって、それらの法的な仕組みを詳細に紹介することはここでの目的ではない。ごく一般的にいうなら、「ポイズン・ピル」の仕組みは、次のようなものである。今、「破壊的」と思われる買収者が当該標的企業の株式の一定割合を取得するに及んだとき、買収者以外の全ての株主に一斉にかつ市場価格より安価で多数の議決権付株式が自動的に交付され、このことによって買収者の議決権を希釈せしめるというような仕組みである。では、この「ポイズン・ピル」の功罪はどうか。

第一に、この仕組みを利用することによって、「破壊的」な買収者から企業は身を守ることができる。これこそ「ポイズン・ピル」の主たる目的であり、その「功」の最たる側面である。

第二に、しかし、この「ポイズン・ピル」が、企業経営者の身をまもるためのものとして一般的に用いられるなら、経営者の保身の術として総ての買収から身を守ることが可能とするから、「株主重視経営」をあえて行う必要はなくなり、効率的経営を一般化し、非効率的経営を排除する、という効果をもつはずの敵対的買収の全てを簡単に

排除することができるようになる。かつての「株主権封殺経営」にも似た状況の再現であり、経営者の経営者としての地位は固定化・安定化・絶対化される。経済的な側面に注目しているなら、会社支配権市場の機能を阻害し、非効率的経営を行う経営者を排除・淘汰するという機能を停止させるものということができる。

さて、ここで考えておくべきは、この「敵対的買収」をめぐる一連の議論が、実は新古典派を中心とする経済学によって理論的に支えられつつ展開されてきたという側面のもつ歴史的意味である。次項でこれについてみて、小稿を閉じることにしよう。

3

「以上のような敵対的買収に関する事態に対して、当時のマイクロ経済学が理論的な基礎付けを提供しつつあったこともみのがせないだろう。早くは1960年代中頃から、Manneによって会社支配権市場の理論が提起されているが、このような市場理論は、片や経営者による効率的経営を規律づけるための市場として、1970年代以降新古典派経済学を中心に支持を獲得し、さらにこれを基礎とする法理論の前提を用意することとなった。」(松井秀征, 前掲論文, 106頁)

要は、敵対的買収の評価に関わる。敵対的買収をもって、資本市場が企業経営を統御する重要な方法と見て、これによって非効率経営が排除されるとみれば、整除されたかたちの企業金融の理論を構築することが可能である。

しかし、現実がそう単純でないことは既に述べたとおりであって、敵対的買収は企業の継続性を断絶させ、また企業の生産性向上を不可能にする。もし、この通りであるとする、敵対的買収はあってはならないものであり、否定的に評価されるべきものである。(参考:堀内昭義『金融論』東京大学出版会, 184頁)

こうした点について、いま、ジョセフ・スティグリッツ『マイクロ経済学』第二版についてみることにしよう。(藪下史郎訳, 東洋経済出版社, によ

る。) 以下は、敵対的買収の「功」の側面について述べたあとの、「罪」の側面に関するスティグリッツによる記述である。

多くの経済学者は、企業買収の効力は誇張されすぎていると考えている。企業買収は、必ずしも効率的な経営陣に取って代わることを意味しているのではなく、しばしば一つの企業の経営者が自らの勢力を拡大するために追求しているだけである、と彼らは主張している。こうした考え方を支持するような証拠もある。企業買収を行った企業の株式価値は、おおむね、買収活動の結果としては上昇していない。経営陣が株式の相対的には少ない割合しか所有していない企業、すなわち経営者が自分たちの買収活動が市場価値にどのような影響を及ぼしたかを注意深く観察しようというインセンティブをほとんど持たないような企業では、この事実はとくにあてはまる。ハーバード大学のアンドレ・シュライファーが指摘するように、自尊心の強い、たとえば企業の「年次報告書」に自分の写真を掲載させるような経営者ほど、企業買収を行おうとする傾向が強いのである。

企業買収に対する批判者はまた、乗っ取りの脅威でさえ悪影響をもたらすと主張するが、それは、こうした脅威のため企業は自分たちの会社が乗っ取り対象としては魅力的ではないように見せようとし、さまざまな手段を講じるためである。建設的な面では、企業活動をもっと効率的なものにしようとするだろう。しかし企業は、効率性を低下させる手段を選択するかもしれない。たとえば、そうした企業は、短期的な利潤によって投資家た

ちをだまし、実際よりもうまく経営されていると投資家たちが考えるように仕向けるために、短期的な利潤のために長期的な計画を犠牲にするかもしれない。また手元資金(フリー・キャッシュ)を多額に保有しちるような株式会社は、乗っ取り対象としてはとりわけ魅力が大きいため、そうした企業は手元資金をできるだけ早く使ってしまうおそれとして誤った投資決定を行うことがある。また巨額の債務をかかえこんで、株式の収益を大きなリスクにさらすこともある。そうした行動が会社の長期的な利益と一致することはほとんどないのである。

最後に、企業買収に対する批判者が指摘するのは次の点である。会社乗っ取りを防ぐということのために経営者の希少な時間を費やす企業は、効率性をたかめたり、より良い生産物をつくることに時間を費やすことができなくなる、というものである。

しかし、功罪がこうまで錯綜し、有益な場合と有害な場合とが分かちがたく混在するとき、これを抽象的客観的な理論とすることが果たしてどこまで可能であるのか、一方に片寄せて議論を整理するときには仮にきれいな理論化が可能であったとしても、実は極めて観念的な理論に終始せざるをえないのではないか、危惧の念は高まるばかりである。

そして、スティグリッツの『ミクロ経済学』からは、上記の第2版を最後にこの種の問題についての論述は消えた。その真意は知る由もない。

(2005. 1)