

ポイズンピルの有効性

Effectiveness of Poison Pill

深 谷 陽 平

目次

はじめに

第1章 会社法の概要

1. 対価の柔軟化
2. 新株予約権
3. 取締役の解任決議

第2章 ポイズンピルの効果

1. モデル
2. 分析
 - 2.1 ポイズンピルのない企業
 - 2.2 ポイズンピル導入企業
 - 2.3 取締役のエージェンシー問題

おわりに

参考文献

はじめに

近年、日本において敵対的企業買収という言葉を目にすることが多くなり、今後も敵対的企業買収は加速していくといわれている。その背景の一つとして、メインバンクや取引先との株式持合いが解消されてきていることが挙げられる。安定株主の減少に伴う浮動株の増加が、敵対的企業買収の敷居を低くしている。二つ目として、最近の日本における不況により、株価が低迷していることがある。株価の低迷は、敵対的企業買収のコストを低くする。そんななか、会社法が改正されたことで、敵対的企業買収やその防衛策に対する是非

論が沸き起こっている。会社法では、合併対価の柔軟化などにより、友好的なM&Aやグループ内の組織再編がやりやすくなるが、それと同時に、敵対的企業買収も増加することが予想される。

そこで小論は、敵対的企業買収とその防衛策に関して、特にポイズンピルの効果（新株予約券の発行）に注目し分析する。日本におけるポイズンピルはどのようなときに有効な企業防衛策となるのか、また、その効果はどのようなものなのかといった点を中心に考察する。以下では、敵対的企業買収とは、経営陣の同意のない買収のことであり、防衛策は、敵対的企業買収に対する防衛策という意味で用いる。

第1章 会社法の概要

これまで会社法は商法第2編「会社」や有限会社法など、会社に関連する法律の総称であったが、約300本の法律とともに併せて改廃され、新「会社法」として一本化され、2005年6月29日に成立した。2006年の春に施行される見通しである。この会社法では、片仮名表記から平仮名表記へと現代語化され、定款自治の拡大や取締役の権限拡大、有限会社と株式会社の一本化など、実質的な改正も同時に行われた。以下、敵対的企業買収と防衛策に関連する新会社法の概要を述べる。

1. 対価の柔軟化

敵対的企業買収に関連する改正点として、まず、

合併対価の柔軟化が挙げられる。会社法案749条1項2号において、吸収合併・吸収分割や株式交換の場合に、消滅会社の株主に対して存続会社の株式の代わりに、現金や社債、親会社の株式などを合併の対価として交付することが認められるようになった。この対価の柔軟化によって、子会社が吸収合併する際の対価として親会社株式を交付する「三角合併」などが可能となり、存続会社を100%子会社とすることが出来るようになる⁽¹⁾。

この対価の柔軟化は、敵対的企業買収を増加させる可能性がある。これは、二段階企業買収をやりやすくさせる。公開買い付けによってある程度の株式を所有し、取締役を送り込むことができれば、その後の合併対価として、成長性があり、株主にとって魅力的な親会社株式を用いることにより、完全子会社とすることが可能となる。買収者にとって、取締役を送り込むことさえできれば、資金を調達しなくても、新株を発行するだけできなくなり、敵対的企業買収がやりやすくなると思われる。

2. 新株予約権

敵対的企業買収に対する防衛策に関連するものとして、平成13年の商法改正において、新株予約権や種類株式に関する改正で技術的にはポイズンピルの導入が可能となっていたが、会社法案第2編第3章新株予約権にまとめられている。会社法案第236条1項7号で、新株予約権について一定の事由が生じたことを条件として、その事由が発生したときにはそれを取得できるとしており、さらに、会社法案275条2項において、取得条項付新株予約権が新株予約権付社債に付されたもの（強制転換条項付新株予約権付社債権）である場合に、同236条1項7号イの事由が生じたときに、新株予約権付社債の社債を取得するとされている。この今回の会社法で創設された強制転換条項付新株予約権付社債権もポイズンピルとして利用できると考えられる。

3. 取締役の解任決議

現行商法では取締役を解任するためには、株主総会の特別決議が必要であるが、会社法案341条において、解任する株主総会の決議は、議決権を行使することができる株主の議決権の過半数を有する株主が出席し、出席した当該株主の議決権の過半数をもって行わなければならないとして、取締役の解任が株主総会の普通決議で行うことが出来るようになった。

この改正によって、買収者が過半数の株式を取得すれば取締役を交代させることができることになる。これまで取締役を交代させるには3分の2以上の株式を取得するか、ある程度の株式を取得した後に委任状闘争によって3分の2以上の議決権を取得する必要があったが、それが過半数になったことで、敵対的企業買収がやりやすくなったといえる。

第3章 ポイズンピルの効果

平成13年商法改正によって新株予約権や種類株式が導入され、敵対的企業買収に対する防衛策として、ポイズンピルを導入することが可能となった。日本におけるポイズンピルの代表的な構造は敵対的買収者の保有株式比率を希釈化させる希釈化型ポイズンピルである⁽²⁾。

以下の分析においては、ポイズンピルは希釈化型ポイズンピルに限定し、ポイズンピルの構造はトリガー事由が発生した場合に買収者以外の株主に対して新株予約権を割り当て、買収者の持ち株比率を低下させる効果を持つものとして単純化する。

1. モデル

ポイズンピルの効果を分析するために、時点0, 1, 2, 3の4時点であり、買収者は一人、企業の株式保有者は多数存在するモデルを考える。買収者を**b**とし、買収者は支配権の取得を目標としているとする。株主は複数存在し、それぞれ

$h(h = 1, \dots, H)$ であるとする。また、経済主体はすべて危険中立的であるとする。

時点0は初期時点であり、株式所有構造 $\theta = (\theta_b, \theta_1, \dots, \theta_H)$ のもとで、買収者と株主の株式所有数は、それぞれ θ_b 、 θ_h で表される。株式発行総数は $\Sigma\theta$ である。持株比率は、それぞれ買収者が $\theta_b/\Sigma\theta$ 、保有者が $\theta_h/\Sigma\theta$ となる。時点0での市場における株式価値を w とし、企業価値は x で表される。シナジー効果を α とすると、買収者が支配権を獲得した場合の企業価値は $x+\alpha$ であり、買収者と株主は持株比率に応じて配分を受ける。また、買収者が支配権を獲得した場合、私的利益 $\beta (> 0)$ が存在し、持株比率に関係なく、買収者が独占する。

時点1では、企業買収は公開買付によって行われると仮定し、買収者は取得希望割合と買付価格を提示し公開買付を行う。取得希望割合は買収者が支配権を目標としていることから50%であると仮定し、買付価格は p_b であるとする。買付価格 p_b は買収プレミアム π が含まれているものとし、 $p_b = w + \pi$ であるとする。また、取得希望割合を超える応募が合った場合には、取得希望割合のみを買い取ることにする。次に、そのオファーに対して株主が反応し、新しい株式所有構造 $\bar{\theta} (\bar{\theta} = \bar{\theta}_b, \bar{\theta}_1, \dots, \bar{\theta}_H)$ と持株比率 $\bar{\theta}_b/\Sigma\bar{\theta}$ 、 $\bar{\theta}_h/\Sigma\bar{\theta}$ が定まる。株主 h が買付に応じた場合、応じた株主は自分の持株 θ_h をすべて売却し、売却後の持株数は0になるとする。

時点2において、被買収企業にはポイズンピルが導入されていると仮定する。ポイズンピルの構造は、トリガー事由 q が設定されており、トリガー事由が発生したときに発動される。つまり、持株比率 $\bar{\theta}_b/\Sigma\bar{\theta} \geq q$ のときに発動するように設定されている。買付期間中にトリガー事由 q を超えなかった場合 ($\bar{\theta}_b/\Sigma\bar{\theta} < q$) は、買収は失敗し、買収者は $w\theta_b$ の利得を得る。 $\bar{\theta}_b/\Sigma\bar{\theta} \geq q$ の場合には、一株につき $m (> 1)$ 株分の新株予約権が発行され、行使される。それによってポイズンピル発動後の株式所有構造 $\hat{\theta} (\hat{\theta} = \hat{\theta}_b, \hat{\theta}_1, \dots, \hat{\theta}_H)$ が決定される。

時点3では、時点2においてのポイズンピル発動後の株式所有構造のもとで、買収者は支配権獲得まで買い付けを行うのか、あきらめて撤退するのかを決定し、継続する場合は、株式所有構造 $\hat{\theta}$ において、時点1と同じ手順で買付が行われる。この結果によって最終的な利得が決定される。

2. 分析

以上のモデルを用いて企業買収行為について分析する。最初に、ポイズンピルが導入されていない企業への企業買収をベンチマークとして示すことにする。

2.1 ポイズンピルのない企業

時点0において与えられた株式構造のもとで買収者が企業買収を行うことを考える。買収後の株式保有構造を $\theta^* = (\theta_b^*, \theta_1^*, \dots, \theta_H^*)$ とする。

買収者が買収に成功し支配権を獲得したとき ($\theta_b^*/\Sigma\theta = 1/2$) の総企業価値は $x+\alpha+\beta$ である。このうち買収者が得る企業価値は

$$\frac{1}{2}(x+\alpha)+\beta \dots \textcircled{1}$$

であり、買収にかかる費用は

$$p_b(\theta_b^*-\theta_b) \dots \textcircled{2}$$

となる。買収が成功したとき ($\bar{\theta}_b/\bar{\theta} \geq 1/2$) の利得は

$$\frac{1}{2}(x+\alpha)+\beta-p_b(\theta_b^*-\theta_b) \dots \textcircled{3}$$

であり、そしてこの利得が正 (≥ 0) のときのみ買収が行われる。また、買収に応じた株主は

$$p_b\theta_h$$

を対価として受け取り、利益は

$$\pi\theta_h \dots \textcircled{4}$$

となる。応じなかった株主の利得は

$$\frac{\theta_h^*}{\Sigma\theta}(x+\alpha) \dots \textcircled{5}$$

になり、買収に失敗したとき ($\bar{\theta}_b/\Sigma\bar{\theta} < 1/2$) には、買収は行われず、利得は初期状態のままで、買収者が

$$w\theta_b$$

となり、株主が
 $w\theta_h$
 となる。

2.2 ポイズンピル導入企業

企業にポイズンピルが導入されていた場合には、時点2に置いて、時点1で与えられた株式所有構造 $\bar{\theta}$ での持株比率 $\bar{\theta}_b / \Sigma \bar{\theta}$ が、トリガー事由 q を超えた場合にポイズンピルが発動される。 $\bar{\theta}_b / \Sigma \bar{\theta} \geq q$ のときポイズンピルが発動され、買収者以外の株主に対して一株につき m 株分の新株予約権が発行される。そのとき買収者以外の株主の保有株式数は $m\bar{\theta}_h (= \hat{\theta}_h)$ であり、株式発行総数は $\bar{\theta}_b + m\bar{\theta}_h (= \bar{\theta}_b + m\hat{\theta}_h)$ となる。持ち株比率はそれぞれ、買収者が

$$\frac{\bar{\theta}_b}{\bar{\theta}_b + m\bar{\theta}_h}$$

であり、株主が

$$\frac{\bar{\theta}_h}{\bar{\theta}_b + m\bar{\theta}_h}$$

となる。このとき、一株あたりの企業価値 w は w' へ変化する。そして、時点3において、時点2での株式保有構造 $\hat{\theta} (= \bar{\theta}_b + m\hat{\theta}_h)$ を受けて買収者は買収を継続するのか断念するのかを判断する。

買収を断念したとき、買収者は $w'\theta_b$ を得て終了する。買収者が継続して買収を行うことを決定した場合、支配権を獲得するのにかかる買収費用は

$$p_b \left[\frac{1}{2} \Sigma \hat{\theta} - \theta_b \right] \cdots \cdots \textcircled{6}$$

となる。そして、買収が成功した場合の買収者の利得は

$$\frac{1}{2}(x+\alpha) + \beta - p_b \left[\frac{1}{2} \Sigma \hat{\theta} - \theta_b \right] \cdots \cdots \textcircled{7}$$

となる。これをベンチマークであるポイズンピルのない企業に対する買収の結果と比較すると、買収が成功した場合に買収者が得る企業価値と私的利益は変わらないので、買収費用を比較すればよく、増加した株式数を $\Delta\theta (= \Sigma \hat{\theta} - \Sigma \theta > 0)$ と

して、ポイズンピルのある場合からポイズンピルのない場合の買収費用を引くと

$$\frac{1}{2} p_b \Delta\theta$$

であり、ポイズンピルの導入によって買収コストが増加したことがわかる。そして、この分だけ買収者の利得は減少することになる。

また、買収に応じた株主は

$$p_b \hat{\theta}_h$$

を受け取り、利益

$$\pi \hat{\theta}_h \cdots \cdots \textcircled{8}$$

を得る。これをベンチマークにおける株主の利得と比較すると、買収に応じた株主の利得は、新株予約権によって株式保有数が $(m+1)$ 倍になったことで、 mp_b だけ増加する。

以上のように、ポイズンピルには買収者の買収費用を増加させる効果と被買収企業の株主に対して利益をもたらす効果があることがわかった。しかし、ポイズンピルが防衛策として有効に機能するには、買収企業の買収資金を v としたときに、 v が

$$p_b \left[\frac{1}{2} \Sigma \theta - \theta_b \right] \leq v \leq p_b \left[\frac{1}{2} \Sigma \hat{\theta} - \theta_b \right] \cdots \cdots \textcircled{9}$$

のときにだけ有効に機能する。 v が⑨の左辺よりも小さいときには、はじめから買収することができず、⑨の右辺よりも大ききときにはポイズンピルが発動したとしても買収は成功する。もし、買収者が、ターゲットにしている企業においてポイズンピルを導入しているかを観察することができ、そしてポイズンピルが導入されているとわかったときは、上で述べた範囲の買収資金では買収を行わないであろう。そうすると、買収を行うのは

$$p_b \left[\frac{1}{2} \Sigma \hat{\theta} - \theta_b \right] \leq v \cdots \cdots \textcircled{10}$$

のときだけである。そして、このときには結局企業は買収されてしまうことになり、ポイズンピルは企業防衛策としての機能を果たさないことになる。これは m の大きさに依存することになる。 m の大きさが十分大きければ防衛策として機能することになるが、しかし m が不十分であり、

ポイズンピルが機能を果たさないのであれば、非効率的な買収を引き起こす可能性があることを意味する。

次に、被買収企業の株主の立場から見てみる。証券取引法によって、買付価格の引き下げができないことから、ポイズンピル発動後の利益は、発動前に売却したときの利益と比べると、 m 倍になる。よって株主から見るとポイズンピルが発動するまで待ってから株式を売却したほうがよいことになる。このことはすべての株主に対して言える。しかし、すべての株主に対して言えるということは、株主が合理的であるとすると、すべての株主はポイズンピル発動後に株式を売却しようとするであろう。そうだとしたら、ポイズンピル発動前の公開買付に誰も応じないことになり、トリガー事由 q を超えないためにポイズンピル自体が発動しないことになる。ポイズンピルが発動されれば利益を得られると株主が考えていたとしても、ポイズンピルは発動されることがなく、フリーライダー問題が発生する⁽³⁾。このフリーライダー問題によって、効率的な企業買収をも阻害する可能性がある。

2.3 取締役のエージェンシー問題

ポイズンピルを導入することで、取締役に買収拒否権を与えることには大きな問題がある。多くの場合、買収の成功は取締役の解任を意味することになるだろう。そして利益相反の問題とentrenchmentの問題が発生する⁽⁴⁾。取締役の解任要件が特別決議から普通決議へと緩和されたことで、このエージェンシー問題はさらに深刻なものとなる。取締役に自分の地位を維持するために買収を拒否するというインセンティブがあり、解任の要件が緩和されたことでこのインセンティブはさらに強くなる。これは株主にとって利益になり効率的な買収であったとしても、過度な防衛策がとられる可能性があり、エージェンシーコストを発生させることになる。また、取締役に買収拒否権を与えることは、取締役に会社支配権市場から隔離してしまうことになり、企業買収によって解任されるという恐怖がなくなることで経営陣のモラルハ

ザード問題が発生してしまう。

これらは、ポイズンピルの導入に伴い、上述のモデルにおける m の水準をどの程度に設定するかという問題に帰結する⁽⁵⁾。つまり、 m の水準を非常に大きく設定することは、企業防衛策として有効に機能し、非効率的な企業買収を減少させる効果を持つ反面、株主と経営者のエージェンシー問題を発生させることになる。

おわりに

以上の分析により、ポイズンピルの効果は新株予約権の発行数に大きく依存することがわかった。発行数がそれほど多くない場合には、買収費用を増加させ、株主の利益を増加させるものの、防衛策としての効果はなく、企業買収は成功する。防衛策としての効果が期待できないことは、非効率的な企業買収を引き起こすことになる。反対に、発行数が多すぎる場合には、防衛策としての効果が過剰になってしまい、効率的な企業買収をも妨げてしまう。それと同時に、株主と取締役のエージェンシー問題が発生してしまうことになる。また、ポイズンピルの導入により、利益を得ようとする株主によるフリーライダーが発生することがわかった。

- (1) 対価の柔軟化に関する部分の施行は本体の施行の一年後とされ、その施行までは合併対価として親会社株や現金を用いることは出来ない。
- (2) そして希釈化型ポイズンピルの中でも日本において実際に導入されているのは「信託型」と「事前警告型」である。まず、「信託型」は特別目的会社に対し、第三者割り当てによって新株予約権を発行し、その特別目的会社は新株予約権を信託銀行などに預け、トリガー事由が発生した場合に、買収者以外の株主に対して新株予約権を交付し、交付された株主は新株予約権を行使することで、敵対的買収者の持ち株比率を希釈化させる。一方、「事前警告型」は、トリガー事由が発生した場合に、買収目的や買収額の算出根拠などの情報開示を求め、応じない場合には、取締役の判断で新株予約権を発行し、それを行使することで対抗する。イー・

アクセス、西濃運輸、ウッドワンなど6社の企業が「信託型」を導入し、もしもホットラインは「事前警告型」、松下電器産業、東芝、TBSなど7社は「事前警告型」を株主総会の承認を得ない形で導入した。ウッドワンにおいては、「信託型」と「事前警告型」の併用での導入となっている。

- (3) Bebchuk and Hart [2001]を参照。この論文においては、委任状闘争と公開買付を組み合わせて買収を行うことにより、フリーライダー問題は解消され、効率的な買収のみ成功するとされている。
- (4) 森田[2003]を参照。
- (5) 企業防衛策の適法性の判断基準はおもにユノカル基準である。このユノカル基準は、①会社の政策や効率性に危険が存在すると信じるに際して合理的な根拠を有していること、②採られた防衛策が発生している脅威との関係で相当なものであること、の二つ要件が満たされることを要求するものである。ユノカル基準に関しては森田[2003]を参照。この判決の原典はUnokal Crop. V.Mesa Petroleum Co.,493A.2d1346 (Del.1985).

pp.303-335

- 竹田征吾 (2005)、「希釈化型ポイズンピルの適法性—司法の役割とその限界」、『商事法務』1729号pp.32-44
- 宮廻美明 (2005)、「会社法の現代化と組織再編の概要」、『商事法務』1730号pp.4-8
- 森田果 (2003)、「企業買収防衛策をめぐる理論状況(上)(下)」、『商事法務』1662号pp.13-19、1664号pp.29-34
- 森田果 (2005)、「ファイナンスからみた企業買収」、『商事法務』1728号pp.22-29
- 柳川範之 (1998)、「株主総会と取締役会—権限配分規定について」、三輪芳明・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会、pp.37-61

参考文献

- Lucian Bebchuk and Oliver Hart (2001), "Takeover Bids vs. Proxy Fight in Contests for Corporate Control," *Harvard John M.Olin Discussion Paper*, No.336.
- Lucian Bebchuk (1989), "Takeover Bids below the Expected Value of Minority Share," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.24, pp.171-184.
- Milgrom, Paul and John Roberts (1992), *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs, NJ:Prentice-Hall.奥野正寛ほか(訳)『組織の経済学』NTT出版、1997年
- 飯島裕胤・家田崇 (2001)「公開買付け規制と全株式取得義務規制：支配株式取得の法制度の分析」、『名古屋商科大学商学部論集』44巻2号
- 家田崇 (2003)、「新株予約権を敵対的企業買収の防衛策として発行することの可否」、『名古屋商科大学総合経営・経営情報論集』47巻2号
- 神田秀樹 (2005)、「M&A法制の国際比較とわが国の会社法」、『商事法務』1731号pp.33-41
- 神戸伸輔 (1998)、「株主間利害対立」、三輪芳明・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会、