

# 敵対的 TOB が経営者行動と情報開示に与える影響

花村信也(みずほ証券)

本発表は、Stein(1988)のモデルを解釈、拡張して、敵対的 TOB が経営者の行動ならびに情報開示にどのような影響を与えるかを分析した。

モデルの含意は、TOB のコストが低く、TOB の可能性が高まると、将来の利益を犠牲にして情報開示を早める行動を企業はとる。技術力の高い企業ほど TOB の脅威に対して情報開示を早めてしまう。情報開示を早める経営者の行動は TOB のコストの水準に依存している。コストが相当程度高い場合には情報開示を早めることはないものの、コストが低くなり TOB の可能性が高まるにつれて情報開示を早める行動をとる可能性が高くなる。さらに、一定水準以下のコストとなると近視眼的な行動をとってしまう。買収防衛策、株式持合いが経営者のエンブレチメントにつながる実証研究の結果と異なり、モデルの設定により、敵対的 TOB の恐怖は経営者に企業価値を最大化させなくする誘因がある。さらに、TOB の脅威により、情報開示を企業は早めてしまうこととなる。

斯かる結果を、情報の非対称性のモデルにより分離均衡、一括均衡、混合均衡を導いて示した。

本稿のモデルで現実をみると以下の点があげられる。経済産業省の企業価値研究会がガイドラインとして示した買収防衛策は、事前警告型の買収防衛策と呼ばれ、買収者に対して企業が買収提案を事前に要求する仕組みとなっている。つまり、いきなり TOB をかけた場合には濫用的 TOB と認定する仕組みとなっている。この防衛策は、買収者が TOB を行う場合のコストを増加させていることとなっている。すなわち、事前警告型の買収防衛策は TOB のコストを上げることで、経営者の近視眼的な行動を抑制する仕組みといえる。

株式の持ち合いも TOB のコストをあげる要因として考えられる。株式の持ち合いは、1990 年代以降減少傾向にあった。ところが、2007 年のスティーラーパートナーズによるブルドックソース買収と一連の事件以降、再び増加している。なぜなら、ブルドックソース事件以降、買収防衛策の決議で多数の株主の意思が重視される流れが強まり、企業が多くの株主を味方につけなければならない状況になってきたためと推測される。江崎グリコ、日清食品、東京放送(TBS)の事例は、敵対的買収の脅威にさらされている企業同士が、必ずしも事業に関連性がなくとも株を相互保有し合うケースといえる。この場合、買収者からすると TOB のコストが増加することとなっている。