

M&A と制度設計

東京大学 柳川範之

経済学で考える企業価値とは、その企業が将来に渡って生み出す付加価値の割引現在価値の合計である。ここで付加価値というのは、企業が生産活動を行うことによって経済に対して付加することができたパイの増加分である。しかし、この付加価値がすべて株主に帰属するわけではない。

最近の会社は誰のものかという議論に対して、「会社は株主のものであるが、しかし株主が自由に何でもできるわけではない」という、やや矛盾したような議論が展開されることがある。株主には交渉のバランスをとるために、法的に大きな権利が与えられる必要がある。が、現代企業において実質的な収益力を左右し、事業を発展させていくうえで人的資源は重要であり、それに対する報酬を事後的に大きく低下させるような行動や人的資産の蓄積を妨げるような行動は全体の収益性を大きく損なう。この点は、敵対的買収防衛策や望ましい企業再編のあり方を考えていくうえでも、重要なポイントである。

わが国の企業経営は、前提として外からの大きな経営改革の圧力にさらされない形で経営を行ってきたといえる。一面では、そのような経営体制によって、企業がより自由度の高い経営を行い、効率性を実現できてきたことも否定できない。これは、買収者のような外部の投資家が専門家である経営陣よりも、より企業価値を高めるような経営ができるはずがないという意見と結びつく。しかしながら、内部の専門家であるが故に、見えないものがあったり気がつかなかったりすることも事実であり、また経営を取り巻く環境が大きく変化している場合には外部の新しい知識や情報が経営を高めていくことも少なくない。

よって、敵対的買収を自動的にできなくしてしまうような買収防衛策は望ましいものではない。経営者が自己の保身のために、買収者が誤解をしていると主張して、防衛してしまう可能性を否定できないからである。しかし、買収者に対してより情報を提示して交渉をすることによって、買収者が真実の情報に近づき、その結果として誤った投資判断を撤回する可能性があるのならば、交渉の機会と時間を与えるような買収防衛策はその範囲においては望ましいものだといえよう。

また、買収防衛策については、どの企業がどのような選択を行ったかが、投資家に明確になっている必要がある。そして、「防衛策をとらないと思って投資をしたら、防衛策を導入された」ということのないように、防衛策導入に関する情報開示とそれに関するルールづくりが重要である。