



## 買収防衛策としての第三者割当増資の考察

小 林 磨 美

**概要** 企業価値を毀損するような買収に対する防衛策として、第三者割当増資を考察する。被買収企業の実質的な支配権を有する大株主が存在する場合、これに第三者割当増資で多くの新株を付与するほど買収を阻止しやすい。ただし希薄化から小株主を保護するためには増資する株式数には上限が必要である。その上限のもとで大株主に付与する新株数が決められるならば、被買収企業の株式所有が大株主に集中しているほど第三者割当増資の買収防衛策としての効果が高くなる。

**キーワード** 敵対的買収, 第三者割当増資, 希薄化, 所有構造

**原稿受理日** 2006年9月1日

**Abstract** This paper considers the role of allocation of new shares to a third party (*daisansha wariate zoushi* in Japanese) in takeover contests. If a large shareholder owns a substantial quantity of shares in a target firm, allocating newly issued shares to the large shareholder can discourage value-decreasing takeovers. However, in order to protect dispersed small shareholders from dilution, we need to set an upper limit on the number of newly issued shares. As long as the takeover defense is adopted to protect all existing shareholders, takeovers are less likely to target firms with higher ownership concentration.

**Key words** Hostile takeovers, Allocation of new shares to a third party, Dilution, Ownership structure

## 1. はじめに

近年では我が国においても敵対的買収の事案が見られるようになってきた。買収案件には被買収企業の価値を毀損する可能性があるものもあり、企業による買収防衛策の導入をめぐる議論が活発化してきている。本稿では我が国の企業によって買収防衛策として用いられるようになってきている第三者割当増資について考察する<sup>(1)</sup>。

第三者割当増資とは特定の第三者に新株を優先的に引き受ける権利である「新株引受権」を付与する形で行う増資を指す。既存株主の一部にこのような形で増資を行えば、当該株主の保有比率が上昇するので外部からの買収に応じにくくなる。特に、企業の実質的支配権の所在に単独で影響を与えられる株主が存在する場合、買収に応じることで支配権が買収者に渡らないよう、当該株主に対して第三者割当増資を行うことが買収防衛策となる。しかしながら、増資による発行株式総数の増加は第三者割当増資を受けない株主の利益を侵害する恐れがある。本稿では買収防衛策の導入が企業価値の毀損を防止しつつ既存株主の利益を保護する条件を導出する。また新株引受権を付与される株主の保有割合の大きさが第三者割当増資の防衛策としての効果に与える影響を調べる。

ここでは企業価値を毀損する第三者による買収の可能性がある状況で、企業価値の下落を防止するために買収防衛策として第三者割当増資を導入する企業をモデル化する。当該企業は、実質的な支配権を有するのに十分な割合の株式を保有する大株主と、保有比率が極めて小さい分散した小株主とによって所有されている。買収者はこれらの株主に対して公開買付（以下、TOB）を通じて買収価格を提示する。買収による企業価値の変化が株主には明らかでない場合でも、TOBに応じるか否かの意思決定が企業の支配権の移動に直接影響を与える大株主は、持株売却により得られる利得が株式の継続的保有から得られる利得を上回れば TOB に応じる。買収が企業価値を毀損することを企業の現行経営者のみが知っている場合、大株主に対して第三者割当増資を通じて新株を割り当てることで TOB を阻止するインセンティブがある。

以上の設定のもとで得られた主要な結果は次の通りである。まず大株主に対して第三者割当増資で与える新株数を増やすほど買収防衛効果が大きくなる。しかし、そのような増資が企業価値を毀損する買収から小株主を保護するためには発行する新株数に上限を設定

---

(1) 最近の例では、王子製紙の敵対的 TOB に対して、北越製紙が三菱商事に第三者割当増資をすることで買収を退けたケースがある。

する必要がある。その上限は買取による企業価値の下落の程度が大きいほど大きくなる。次に第三者割当増資が小株主の利益を侵害しない範囲で適用される限り、同じ新株発行数のもとで、大株主の所有割合が大きいほど増資による買取防衛効果が高くなる。

以上の結果より、たとえ第三者割当増資の導入が企業価値を毀損する買取を阻止できるとしても、株主保護の観点から発行する新株数に上限を設けることが必要であることがわかる。またその上限のもとで第三者割当増資を導入する場合、新株引受権を付与する株主の保有比率が防衛策としての効果に影響することが示唆される。買取防衛策としての第三者割当増資を分析する先行研究はなく、今後ここで得られた結果が示唆する実証分析が待たれる。

ここでの結果は保有比率の異なる株主が TOB に直面する場合に異なる意思決定を行うことに依存している。小株主はそれぞれが保有する株式数が極めて小さく個々の意思決定が企業の支配権移動に影響しないため、他の株主の売却行動にただ乗りする傾向がある。これは Grossman and Hart (1980) によって指摘された問題である。一方、大株主の意思決定は支配権移動に直接影響するので買取防衛策がこれに対して施されることになる。TOB に直面する大株主の意思決定が支配権移動に影響するモデルとしては Kobayashi (2006a) があるが、これは防衛策については分析していない。またここでは買取者の買取手段として TOB のみを考え、買取者と大株主との相対取引については考慮の対象外としている<sup>(2)</sup>。

本論文の構成は次のようである。まず 2 節 2.1 で第三者割当増資が持株比率に与える影響を示し、2.2 でモデルを提示する。次に 3 節 3.1 および 3.2 で第三者割当増資が買取防衛に与える影響と、小株主の利益保護の条件を導出する。さらに 3.3 では大株主の保有比率が増資の買取防衛効果に与える影響を調べる。最後に 4 節で結論を述べる。

## 2. 設 定

### 2.1. 第三者割当増資による持株比率の変化と希薄化

発行済み株式のうち  $\alpha$  ( $\alpha \in (0, 1)$ ) の割合を単独の大株主が、残りの  $1 - \alpha$  を分散した小株主が所有する企業を考える。この企業が大株主に対して新株引受権を付与して新株を引き受けさせる第三者割当増資を行うとする。発行済み株式数を 1 に基準化するとして、

---

(2) 買取者と大株主との相対取引を考慮に入れた分析としては Sercu and Van Hulle (1995), Burkart et al. (2000) および Kobayashi (2006b) などがある。

大株主に  $x(x \in (0, 1))$  の株式を新たに発行するとしよう。大株主が保有する株式数は  $\alpha + x$  に増加するが、同時に企業の発行済み株式数の合計も 1 から  $1+x$  に増える。その結果、大株主の保有比率は  $\alpha$  から  $(\alpha + x)/(1+x)$  に増加する。増資前後で企業価値が一定ならば増資は株式の保有割合の変化を通じて大株主の利得を上昇させることになる。その一方で、小株主が保有する株式数は増資前後で不変なため、発行済み株式総数が増加した分その保有比率は  $1 - \alpha$  から  $(1 - \alpha)/(1+x)$  に下落する。小株主の総数が増資前後で一定である場合、増資による発行済み株式総数の増加は小株主の株主価値を下落させる。これは希薄化 (dilution) と呼ばれる。

## 2.2. モデルの詳細

株式のみから資金を調達する企業に対して買取者が TOB をしかける場合に、企業が買収防衛策として第三者割当増資を用いる状況をモデル化する。先の例と同様に、発行済み株式総数を 1 に基準化し、 $\alpha (\alpha \in (0, 1))$  を単独の大株主が、残りの  $1 - \alpha$  を分散小株主が所有しているとする。ここで大株主の保有比率は企業の実質的な支配権を得るのに必要な最小限の持株比率を上回る大きさであると仮定する<sup>(3)</sup>。ここでは  $\alpha$  は所与であるとする。

当該企業は企業価値の最大化を目的とする経営者によって経営されている。この経営者が実現できるキャッシュ・フローを  $v$  とする。簡単のため経営者に対して支払われる賃金は考慮せず、また経営者による株式保有もないものとする。キャッシュ・フロー  $v$  の値は現行経営者のもとで実現する企業価値に等しい。一方、市場にはこの企業の支配権を敵対的 TOB によって掌握しようとする買取者が存在する<sup>(4)</sup>。TOB が成功すれば現行経営者は更迭され、買取者の支配のもとで企業は  $z$  のキャッシュ・フローを生み出す。ただし買取者の生み出す  $z$  は  $y$  と  $b$  との二種類からなっており、このうち  $y$  は株主価値として株主に分配されるのだが、 $b$  はコントロール・ベネフィットとして買取者によって私的に消費される。ここで TOB が成立すれば企業価値が  $y$  になることを現行の経営者は知っているのだが、既存株主は  $y$  と  $b$  との合計である  $z$  の値しか知らないという情報の非対称性があると考える<sup>(5)</sup>。本稿の設定ではこれ以外の情報は全て対称であるとする。経営者および買

(3)  $\alpha < 1/2$  であってもよい。保有比率が過半数未満であっても実質的な支配権を掌握するのに十分な保有比率を有し、株式の売却をめぐる意思決定が企業の支配権の所在を決定するような大株主は Dewatripont (1993) により leading shareholder と定義されている。

(4) 簡単のため、ここでは外部の買取者が一人である場合を考える。この仮定は、事前に行われる買取者間の競争における勝者が TOB をしかけると解釈しても良い。

(5) 買取者が生み出すキャッシュ・フローの内訳について、企業経営に精通している経営者のほうが専門性を持たない株主よりもよく分かっているという仮定のもとで、このような情報の非対称性の存在が正当化できる。

取者が実現するキャッシュ・フローの大きさについて次の仮定をおく。

$$\text{仮定 1} \quad y < v < y + b$$

この仮定の右から一つ目の不等号は、買取者のほうが現行経営者よりもより大きなキャッシュ・フローを実現できることを、二つ目のそれは TOB が成立すれば企業価値が  $v$  から  $y$  に下落することを示している。

ところで買取者が提示する TOB 価格に応じるか否かの決定に際して、大株主と分散小株主とは異なる意思決定を行う。分散する小株主は一人当たりの保有割合が TOB の結果に影響するには小さすぎるため、TOB 価格が買取成立後の企業価値を下回る場合には保有する株式を買取者に売却するインセンティブがない。これは Grossman and Hart (1980) によって「ホールド・アウト問題 (hold-out problem)」として指摘された、分散小株主間で生じるただ乗り問題 (free-rider problem) である。既存株主は買取後に生み出されるキャッシュ・フローの合計、すなわち  $y + b$  の値しか知らないで、TOB 価格がこれを上回らない限り小株主は互いの意思決定にただ乗りして TOB に応じないことになる。一方、大株主は企業の支配権を掌握するのに十分大きい割合の株式を保有しているので、TOB 価格で持ち株を売却することで得られる利益が現行経営者のもとで株式保有を続けることから得られる利得よりも大きければ TOB に応じる。大株主が TOB に応じれば企業の支配権は現行の経営者から買取者に移るので、企業価値は  $v$  から  $y$  に下落する。現行の経営者は企業価値の下落を防ぐため、価値を毀損するような買取に大株主が応じないよう、第三者割当増資をするインセンティブを有する。ここで大株主が保有する持株比率  $\alpha$  について次の仮定をおく。

$$\text{仮定 2} \quad \alpha > \frac{v - y}{b}$$

仮定 1 の右から一つ目の不等号より  $\alpha < 1$  を満たす  $\alpha$  が存在する。仮定 2 は後述のように、買取者が TOB 価格を提示する場合、支配権移動に大株主の意思決定のみが影響することを保証する。

ここでは買取防衛策として経営者は次のルールに従うものとする。買取者が TOB 価格を提示した場合、大株主がこれに応じるならば増資しないが、応じないならば大株主に対して  $x(x \in (0, 1))$  の新株を付与する第三者割当増資を行うものとする。このルールのも

とで、大株主は保有する  $\alpha$  を TOB 価格で売却するか、それとも現行経営者のもとで増資を受けるかのいずれかを選択をすることになる<sup>(6)</sup>。

以上の設定のもとで第0期から第3期までの次のようなモデルを考える。 $\alpha$  を所与として第0期で経営者は大株主に対する第三者割当増資の大きさ  $x$  を決める。第1期で買取者が TOB をしかけるか否かを決める。TOB をする場合、提示価格  $p$  を決める。TOB が行われる場合ゲームは第2期に進み、大株主は TOB 価格で  $\alpha$  を売却するか否かを決める。大株主が持株を売却する場合、持株比率は  $\alpha$  のままである。一方、TOB を受け入れない場合は第0期で決められた割合の第三者割当増資を受ける。第3期ですべての価値が実現し、ゲームは終了する。

### 3. 分 析

#### 3.1. 買取防衛策としての第三者割当増資の基本的分析

モデルを第2期から後ろ向き帰納法で解く。第2期では大株主が TOB に応じて  $\alpha$  を売却するか、それとも TOB に応じない代わりに第三者割当増資を受けるかの選択する。増資を受ける場合、企業価値は現行経営者のもとで  $v$  のままであるが大株主の持株比率は  $\alpha$  から  $(\alpha+x)/(1+x)$  に上昇する。よって大株主が TOB に応じる条件は次式のようになる。

$$cp \geq \frac{\alpha+x}{1+x} v \quad (1)$$

次に第1期での買取者の決定について考える。まず買取者が TOB をすると決めたとしよう。TOB が成功すれば、企業価値は  $y$  になる一方買取者は私的に  $b$  を得られることから、その利得は  $\alpha(y-p)+b$  のように表される。これは明らかに  $p$  の減少関数なので、買取者は(1)の条件のもとで  $p$  を最小にするインセンティブがある。よって TOB 価格は(1)式が等号で成立する値、すなわち

$$p = \frac{\alpha+x}{\alpha(1+x)} v \quad (2)$$

(6) 後述のように仮定2のもとでは買取者は小株主が TOB に応じる価格を提示できないので、大株主による株式売却のみが企業の支配権移動に影響する。

になる。ところで  $\alpha \in (0, 1)$ ,  $x \in (0, 1)$  より(2)式は TOB 価格が  $v$  より大きいことを表している。このことは、もし買取者が TOB を成立させたければ現行経営者が実現できる企業価値を上回る価格を提示しなければならないことを示唆する。さらに仮定 1 より  $v > y$  であることから、TOB が成立する場合、買取者の利得  $\alpha(y-p) + b$  の第一項は負になる。しかしながら企業の支配権を得ることでコントロール・ベネフィット  $b$  を得られるので、買取価格が  $v$  を上回っていても買取者は TOB をしかける可能性がある。買取者による買取資金を  $w$  とすると、 $\alpha(y-p) + b \geq w$  が満たされる限り、買取者は第 1 期に TOB をしかけるインセンティブがある。

現行の経営者は TOB が成立し買取が成功すれば企業価値が  $v$  から  $y$  に下落することを知っているので、買取者が TOB を断念するように第 0 期で  $x$  の値を決めたい。ここで(2)式より、買取者が提示する TOB 価格は  $x$  の増加関数である。よって経営者は大株主に対する第三者割当増資において

$$\alpha(y-p) + b < w \quad (3)$$

が成立する  $p$  を与える新株数  $x$  を発行するよう決めれば、TOB を阻止できることになる。

以上の議論より、企業価値最大化の観点から買取防衛策を導入するならば、 $x$  をできるだけ大きく設定することが望ましいことが示唆される。しかし、第三者割当増資における新規発行株式数を増やすことは希薄化を通じて小株主が保有する株式の価値を下落させる。次節では小株主保護の観点から議論を深める。

### 3.2. 小株主保護のための新株発行制限

大株主に第三者割当増資を行う際には、そのような防衛策を導入することによって小株主の利得が著しく侵害されないことが重要である。ここでは TOB が成立する場合の小株主の保有株式価格が大株主への第三者割当増資を導入する場合のそれを下回らない条件が新規発行株式数に与える影響について分析する。

TOB が成立すれば買取者が実現する企業価値が  $y$  であることから、小株主の一株当たりの価値も  $y$  に下落する。一方、大株主に第三者割当増資が行われれば現行経営者のもとで企業価値  $v$  が保たれる代わりに小株主が保有する一株あたりの価値は  $v/(1+x)$  に下落する。よって第三者割当増資の導入が企業価値を毀損する買取から小株主の利益を保護する役割を果たすためには次式が満たされる必要がある。

$$\frac{v}{1+x} \geq y \quad (4)$$

(4)式を変形することで第三者割当増資の際に発行する新株数  $x$  の条件は次のように得られる。

$$\frac{v-y}{y} \geq x \quad (5)$$

ここで(2)式で与えられる TOB 価格が  $x$  の単調増加関数であることから、(5)式の条件は買収者が提示できる価格に次の上限を与える。

$$y + \frac{v-y}{\alpha} \geq p \quad (6)$$

ところで仮定 2 より、(6)式左辺について  $y+b > y+(v-y)/\alpha$  が成立する。このことは買収防衛策が小株主の利得を保護する条件のもとで導入されるならば、買収者が提示できる TOB 価格は  $y+b > p$  を満たすことを示す。2 節で述べたように、TOB 価格が  $y+b$  未満である限り、ホールド・アウト問題が発生するので小株主は TOB に応じない。よって(4)式で表される小株主保護の条件は、大株主の意思決定のみが支配権移動に影響するという前節までの議論の継続を保证する。

ここで(5)式を満たす  $x$  の上限を  $\bar{x} \equiv (v-y)/y$  として、第三者割当増資において  $\bar{x}$  を発行することが TOB を阻止する条件を導出する。(3)式に(2)式を代入したものを变形すると次式を得る。

$$b-w < \alpha \left[ \frac{\alpha+x}{\alpha(1+x)} v-y \right] \quad (7)$$

(7)式右辺は  $x$  の単調増加関数であることに注意すると、

$$b-w < \alpha \left[ \frac{\alpha+x}{\alpha(1+x)} v-y \right] \leq \alpha \left[ \frac{\alpha+\bar{x}}{\alpha(1+\bar{x})} v-y \right] = v-y$$

を得る。これは、 $\alpha$  所与のもとで(5)式を満たす  $x$  を与えることによって、TOB を阻止する条件である(3)式が満たされ得ることを示唆する。よって次の仮定をおく。



仮定3  $b-w < v-y$

この仮定は TOB が成立した場合に得られる買収者のコントロール・ベネフィットの大きさと買収資金との差額が買収による企業価値の下落幅を下回ることを示している。仮定1より  $y+b < v < v+w$  がいえるので、この仮定は買収者の買収資金が十分大きいことを示していると解釈できる。この条件のもとで以上の議論をまとめることで、次の命題を得る。

**命題1** 企業価値を毀損する買収がしかけられる可能性がある場合、大株主に第三者割当増資で付与する新株数を増やすほど買収を阻止できる。ただし、小株主の利益を保護するために新株数  $x$  に対しての上限を課す必要がある。新株数の上限は、買収による企業価値の下落が大きいほど高く設定される。

買収が企業価値を毀損するものであるかぎり、大株主に多くの新株を割り当てる形で買収防衛することが企業価値の下落を防止するが、そのような増資は同時に希薄化を通じて小株主の利益を侵害する。よって増資による買収防衛策は、買収によって下落する株主価値を上回る利益を小株主に保証するものでなければならない。よって発行する新株数には上限が必要になる。また命題1の最後の記述は新株数の上限  $\bar{x} \equiv (v-y)/y$  は  $v$  に対して  $y$  が小さいほど大きくなることから得られる。TOB 成立による企業価値の下落幅が大きいほど小株主の利益が侵害されるため、第三者割当増資による希薄化の程度が大きくても増資による買収防衛は小株主の利益を保護することになる。

### 3.3. 所有の集中度と買収防衛効果

最後に大株主の初期保有割合  $\alpha$  が買収防衛策に与える影響を考察する。3.1節で見たように、買収を阻止できる条件は(3)式で与えられる。ここで  $x$  が(5)式を満たす範囲にある場合、 $\alpha$  の大きさが(3)式に与える影響を調べる。ここで(7)式右辺を  $f(\alpha, x)$  とし、 $\alpha$  で偏微分すると

$$\frac{\partial f}{\partial \alpha} = \frac{\partial}{\partial \alpha} \left[ \frac{\alpha+x}{1+x} v - \alpha y \right] = \frac{v}{1+x} - y \quad (8)$$

となる。(8)式は(4)式が強い不等号で満たされる場合、 $f(\alpha, x)$  が  $\alpha$  の単調増加関数になることを示している。(4)式は(5)式と同等であることから、このことは  $x$  が(5)式を強い不等号で満たす範囲に決められる条件のもとで、 $\alpha$  が大きいほど(7)式右辺が大きくなることを示

している。(7)式は買収者が TOB をしかけるのを阻止する条件であることから、次の命題を得る。

**命題 2** 第三者割当増資における新規発行株式数が小株主の利益を十分保護する範囲で決められるならば、大株主の初期保有比率が大きいほど買収防衛効果が高い。

この結果の直感的解釈は次の通りである。(2)式で見たように、大株主が TOB に応じる価格  $p$  は買収者が実現できる企業価値  $y$  より大きいので、TOB 成立によって買収者が取得株式から得る利得は  $-\alpha(p-y)$  と表せる。ここで  $p$  は  $\alpha$  に関して単調減少であるが、 $\alpha \in (0, 1)$  の制約のもとでは  $p > v$  が満たされるので必ず  $p-y > 0$  になる。よって TOB 成立により買収者が取得株式から得る利得は  $\alpha$  が大きいほど小さくなる。以上より、第三者割当増資に際して発行される株式数  $x$  が同じでも  $\alpha$  が大きいほど TOB 成立から得られる利得が小さくなるので買収者が TOB をしかけにくくなる。

## 4. 結 論

本稿では買収防衛策としての第三者割当増資の役割に焦点を当てて分析した。実質的な支配権を獲得するのに必要な割合の株式を保有する大株主が存在する場合、当該株主が企業価値を毀損するような買収者による TOB に応じるのを阻止するために増資を行うことは企業価値を守る観点から必要である。その場合、大株主に割り当てる新株数が多いほど買収防衛効果が高まるが、希薄化によって小株主の利益を侵害する危険性がある。よって第三者割当が既存株主すべてを望ましくない買収から保護するためには第三者割当増資に際して発行する新株数に上限を設ける必要がある。またそのような上限のもとで第三者割当増資を導入する場合、大株主の保有比率が大きいほど買収防衛効果が高まる。現実の買収事案が増加するにつれ、防衛策として第三者割当増資が導入されるケースが増えることが予想されるが、以上の結果より示唆される実証分析が待たれる。

## 参 考 文 献

- [1] Burkart, M., D. Gromb, and F. Panunzi (2000) "Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control," *Journal of Finance*, 55, 647-677.
- [2] Dewatripont, M.(1993) "The 'Leading Shareholder' Strategy, Takeover Con-

- tests, and Stock Price Dynamics,” *European Economic Review*, 37, 983-1004.
- [ 3 ] Grossman, S. J., and O. D. Hart (1980) “Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation,” *The Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- [ 4 ] Kobayashi, M. (2006a) “Ownership Structure, Shareholder Intervention, and Success in Takeovers,” *Japan and the World Economy*, forthcoming.
- [ 5 ] Kobayashi, M (2006b) “Ownership Structure, Managerial Discretion, and Friendly Acquisition in Takeover Contests,” mimeo.
- [ 6 ] Sercu, P. and C. Van Hulle (1995) “On the Structure of Take-over Models, and Insider-outsider Conflicts in Negotiated Take-overs,” *Journal of Banking and Finance*, 19, 11-44.