

# 敵対的買収における買収者の戦略と資金調達<sup>1)</sup>

足立 光生

Mitsuo Adachi

わが国における敵対的テイクオーバーにおいて、買収者はいかなる戦略を立て、どのような資金調達を行っているのだろうか。本稿では、2005年2月に起きたライブドアのニッポン放送に対する買収劇を具体事例として、買収者の戦略と資金調達に関する初期的考察を行う。ここでは、ターゲット企業の価値をリアル・オプションの存在可能性から検証するとともに、買収者の合理的行動を否定したRoll [1986]のHubris仮説を検証する。また、このケースにおける特異な資金調達について併せて考察する。

## はじめに

Davis and Stout [1992]によれば、1980年代に米国で生じた異常ともいえるM&Aブームによって、1980年度フォーチュン500社に選ばれた企業のうち144社は、その後の10年間で何らかのテイクオーバーを受けた。さらに、144社のうち77社は敵対的なテイクオーバーであった。一方、同時期の1980年代にわが国でもM&Aブームが起きるが、それは米国の様相とは異なるものであった。わが国のM&Aブームを特徴付けたのは本邦大企業による海外有名企業への買収劇であり<sup>2)</sup>、その内容は資本の論理に裏打ちされたものとは遠かった。また、この時期に本邦企業がテイクオーバーのターゲットとされた事例も存在はしたものの、その性質は限定的な内容であった<sup>3)</sup>。このように1980年代のM&Aブームが米国とわが国とで性質が異なったのはなぜか。理由の一つとして両国における資金調達法の違いが挙げられる。1980年代の米国におけるM&Aが金融技術の進展、とりわけ革新的な資金調達が牽引力となったのに対して、わが国におけるM&Aブームの牽引力はバブル経済に伴う過度の金余り現象であった。米国では買収判断の説明力を資金調達時に必要としたのに対して、日本では一般的にその必要がなかったのである。こうした経緯が示すように、M&Aを分析する際に買収者の資金調達が重要な側面といえよう。

続く1990年代には、米国ではIT産業の台頭と規制緩和の波を受けたM&Aブームが起きるが<sup>4)</sup>、わが国は「失われた10年」の時期にあたり、金融ビッグバンで市場を整備している段階でもあり、強いブームが見られることはなかった。わが国では21世紀になってようやく欧米流の本格的なM&Aの潮流が始まることになる。村上ファンド、ライブドア、王子製紙等の敵対的テイクオーバーが話題をよんだ。また、世界的な投資ファンドの日本進出も大きく報じられるようになった。2007年には三角合併が全面解禁された。2008年現在では一連のサブプライム問題による世界的な信用収縮とともに、ディール件数や規模の低下は明白であるものの、全般的にPBR<sup>5)</sup>

の低い企業の多い本邦企業が、海外からの強い買収行動に晒されている事実は否定できない。わが国では防衛策だけではなく、買収者の行動様式、すなわち意思決定システムを認識し、詳しく分析する必要に迫られているといえよう。

本稿では、第1章で買収者の行動背景についての簡単に整理する。第1章では買収者がターゲット企業の価値をどのように認識するか、さらに買収者がテイクオーバーを通じて合理的な行動ができるかについて概観する。また買収の骨格ともいえる資金調達法について整理する。

第2章では、2005年2月に起きたライブドアのニッポン放送に対する敵対的テイクオーバーの事例をもとに第1章の内容を検証する。本稿に先んずる拙稿・足立[2005]では、同じ事例を使い、買収者側の株価について、決定論的な視点から分析を行い、買収発表が買収者側（ライブドア）の株式市場に決定論的系（予測可能性）を挿入した可能性を指摘した。本稿のアプローチはそうしたアプローチとは異なり、買収者の株価でなく、ターゲット企業であるニッポン放送の株価を分析することによって買収者側がターゲット企業に与える影響を検証するものである。また、買収者の資金調達に関しても検証する。

## 1. ターゲット企業の価値評価、買収者の行動、資金調達

そもそも買収者はどのようにターゲット企業を選ぶのか。テイクオーバーには様々なリスクがつきものである。そうしたリスクは、現経営陣や従業員に買収を否認して買収防衛策をとるケースや、買収前には知ることのできない業務内容が買収後に顕現するケース等に起因する。ただし、株式市場では企業に対する種々の情報に基づいて株価が成立するとして、トービンの $q$ <sup>6)</sup>やPBRが多用される。21世紀になるとわが国では株安が顕著になり、低PBR企業の増加がマスコミで大きく取り上げられるようになった<sup>7)</sup>。そうした企業をターゲットとした事例について、2003年12月19日にスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド(以下スティール・パートナーズ)が、金属工作用油剤大手のユシロ化学工業、毛織物染色加工を営むソトーの2社に対して行ったTOBが挙げられる<sup>8)</sup>。両者はテイクオーバーの受ける前は内部留保が厚く、PBRも直前は0.5~0.6倍であった。ただし、PBRによる買収判断に意味があるのは、ユシロやソトーのように、株価に企業の全ての情報が集約されている場合に限定される。

### 1.1. ターゲット企業の価値評価

買収者がターゲットを選定する際には、ターゲット企業の価値評価が必要である。従来、ターゲット企業の価値評価としてDCF分析が多用されてきたが、より詳細に分析するにはリアル・オプション分析が必要であろう。本節では、ターゲット企業の価値について最も基本的かつ、一般的なリアル・オプションの計算方法を整理する。

確率空間は完備であり、 $(\Omega, \mathcal{F}, P)$  と定義を固定する。フィルトレーション $\mathcal{F}_t$

は時刻  $t$  までに入手可能な情報であり、 $(\mathcal{F}_t)_{t \geq 0}$  とする。

ここで、テイクオーバーの対象企業が存在するとして、

$X$ : 資本から生ずるアウトプットの価値

$f$ : 業務を遂行するのに必要な固定コスト (ただし  $f > 0$ )

$V$ : その企業が生み出す価値とする

ここで、 $X_t$  が幾何ブラウン運動を行う因子として、

$$dX_t = \mu X_t + \sigma X_t dB_t \quad (1)$$

とおく。ただし  $\mu$  はドリフト項、 $\sigma$  は拡散項、 $(B_t)_{t \geq 0}$  は標準ブラウン運動とする。安全資産が存在し、この企業に対するリスク調整済割引率が安全資産収益率  $r$  に等しいとする ( $r > \mu$ )。Lambrecht and Myers [2007] は、企業がエクイティファイナンスのみをしている場合、

$$rV_t = X_t - f + \frac{d}{d\Delta} E^t [V_{t+\Delta}] \Big|_{\Delta=0} \quad (2)$$

として買収者の行動を分析した。ただし、負債を持つと仮定する方が現実的である。Mella-Barral and Perraudin [1997] 等については、対象企業が負債を発行している場合についても考察している。1 期間につき  $b$  のクーポンを永久に払い続ける場合、すなわち、負債に関しての再交渉はしないとする。すなわち、当企業が価値として  $b/r$  の永久債を発行すると考え、

$$rV_t = X_t - f - b + \frac{d}{d\Delta} E^t [V_{t+\Delta}] \Big|_{\Delta=0} \quad (3)$$

とおく。これは、伊藤のレンマを使って以下となる。

$$rV(x) = x - f - b + \mu x \frac{\partial V(x)}{\partial x} + \frac{1}{2} \sigma^2 x^2 \frac{\partial^2 V(x)}{\partial x^2} \quad (4)$$

安全資産が存在し、この企業に対するリスク調整済割引率が安全資産収益率  $r$  に等しいとしてゴードンの株価定理を使う。ここで  $A_1$  と  $A_2$  とは境界条件から決められる定数として、

$$V(x) = \frac{x}{r-\mu} - \frac{f}{r} - \frac{b}{r} + A_1 x^\xi + A_2 x^{\xi^*} \quad (5)$$

となる。ただし、 $\xi$  と  $\xi^*$  は、 $\mu \xi + \frac{\sigma^2}{2} \xi(\xi-1) - r = 0$  を満たす特性 2 次方程式の解であり、 $\xi$  は負根、 $\xi^*$  は正根である。ただし、 $x \rightarrow \infty$  のとき  $A_2 x^{\xi^*}$  は発散するため、 $A_2 = 0$  すなわち、

$$V(x) = \frac{x}{r-\mu} - \frac{f}{r} - \frac{b}{r} + A_1 x^\xi \quad (6)$$

となる。ここで、該当企業をいつでも経営者は解散できるとして、解散価値を $\gamma$ とする。十分な資産が会社の負債を支払うために常にある、すなわち $\gamma > b/r$ ならば、会社の解散は起こらない。 $\gamma < b/r$ ならば、負債はリスクであり、会社の資産の価値を最大にするレベル $x_*$ にヒットする時、会社の解散は起きる。閉鎖ポイント $x_*$ は企業が株式価値 $V$ を最大にするように選択される閉鎖ポイントである。

$$V(x) = \frac{x}{r-\mu} - \frac{f}{r} - \frac{b}{r} - \left[ \frac{x_*}{r-\mu} - \frac{f}{r} - \frac{b}{r} \right] \left( \frac{x}{x_*} \right)^\xi \quad (7)$$

また、 $x_*$ と $\xi$ は、

$$x_* = - \left( \frac{\xi}{1-\xi} \right) \left( \frac{f}{r} + \frac{b}{r} \right) (r-\mu) \quad (8)$$

$$\xi = - \frac{\mu - \frac{1}{2}\sigma^2 + \sqrt{\left( \mu - \frac{1}{2}\sigma^2 \right)^2 + 2r\sigma^2}}{\sigma^2} \quad (9)$$

で求められる。(7)式がテイクオーバー時点における対象企業の価値である。式(7)はターゲット企業が生み出す価値ならびに、企業を精算するオプションを含んでいることがわかる<sup>9)</sup>。

## 1.2. 買収者の合理性

さらに、買収者は合理的な買収判断をすることが可能だろうか。買収者の行動基準として静学的、かつシンプルなモデルを提示した一例として、Roll [1986] や Shleifer and Vishny [2003] が挙げられる。両者は新古典派に見られるゼロサムゲーム理論の改良版である。初期の考察Roll [1986] の背景には、Hubris 仮説がある。Hubris 仮説とは、市場は合理的であり、長期的にはゼロサムゲームである。そうしたなかで、買収者は市場の判断を誤り、合理的には行動できないというものである。Shleifer and Vishny [2003] はそれに対して、買収者の合理的な行動を元に、判断を間違えるのは買収者ではなく、株式市場の誤った価値評価であるという仮説に基づく単純なモデルを提示している。彼らは、

- ・市場は非効率的であり、企業価値は誤って評価されやすい
- ・関係者以外の投資家が潜在的な利益を得ることは難しい
- ・経営者は合理的に市場を利用して、テイクオーバーからのリターンを高める

とする（詳細は本論文を参照せよ）。また、Morellec and Zhdanov [2005] は、複数の買収者の役割と買収行動の不完全情報について検証することでよりアブノーマル・リターンに関する考察を行っている。

### 1.3. 買収者の資金調達

買収者、特に敵対的買収者にとって多額の買収カレンシーをいかに調達するかが重要である。敵対的テイクオーバーにおいて、買収者が直面するのは、

- ・友好的テイクオーバーのように、ターゲット企業からの協力が得られない
- ・テイクオーバーの可否は、資金調達時点で不明瞭である

等の問題はある。このように敵対的テイクオーバーにおける資金調達は難しいため、有効な資金調達スキームとして開発されたのがLBO (Leveraged Buy Out) である。1960年代にKKR (Kohlberg, Kravis, Roberts & co.) 創立者のKohlbergによって開発されたLBOは、一般的にはターゲット企業の資産、もしくはテイクオーバー後のキャッシュフローを担保として資金調達を行う方法であり、テイクオーバー後のターゲット企業が多額の負債を抱えるため節税効果も期待できる。わが国では、友好的テイクオーバーにおいて買収者のLBO利用がみられるが、敵対的テイクオーバーにおいて買収者がLBOを用いた事例はない。その理由は、担保権設定には被買収企業の取締役会の決議が必要となるからである。法改正によって取締役会の決議なしで担保権を設定できる可能性は、敵対的テイクオーバーについて拒絶反応をしがちな国民性を考慮すると、低いといえよう。すなわち、ターゲット企業が国内企業である場合には、LBOによって敵対的買収の資金調達が行われる可能性は今後も低いと考えられる。さらに、近年、注目を集めている株式交換<sup>10)</sup>についても、敵対的テイクオーバーで時に利用することはいうまでもなく困難である。すなわちわが国においては敵対的テイクオーバー時に買収者が資金調達をすることには、かなりの工夫が必要といえよう。

### 2. 買収者の戦略と資金調達（ライブドアの事例より）

戦後、わが国のM&Aは外資への対抗、もしくはメインバンクによる破綻企業の救済という目的の下で執り行われてきたため、国民にとっても敵対的テイクオーバーを（特に買収者として）無縁のものと感じる傾向が強かった。ところが、2005年2月に始まったライブドアによるニッポン放送の事例においては、敵対的テイクオーバーの主体者がライブドア、とりわけ当時マスコミへの露出度が高かった堀江貴文・当時代表取締役社長であったため、国民の注目を大いに集めた。ToSTNeT-1を使った市場外取引の問題、買収防衛策としてニッポン放送が行った新株予約権発行の問題、さらには「会社はいったい誰のものか」という議論を世に巻き起こすとともに、上場間もないライブドアの800億円の資金調達が話題をよんだ。2006年1月に堀江社長が証券取引法違反容疑で逮捕、その他経営陣も次々と逮捕されるなかで、現在は買収劇自体も行き過ぎた行為として一般的に考えられている。ただし、この事例はわが国の敵対的テイクオーバーにおいて、貴重な事例を提供しており、十分な検証が必要である<sup>11)</sup>。

2.1節と2.2節では、敵対的テイクオーバーが買収企業の価値評価に与える影響について考えていくが、そもそも買収者にとって、ターゲット企業の株価水準の変化

は想定の範囲内であるはずだ。むしろ買収者として考慮しなければならないのは

- ・テイクオーバーの開始がターゲット企業の価値評価法に影響を与えないのか
- ・テイクオーバーの最中に合理的な判断は可能か

といった問題である。これらについては1.1節ならびに1.2節に対応する形でそれぞれ2.1節、2.2節で検証する。また、一般的には日々の株価の終値を対象とするが、時系列の構造変化は1日の細かな株価（収益率）の変動を検証する必要があるため、1分足の終値を使った<sup>12)</sup>。ライブドアのケースの場合には4つの段階における検証が必要である。それらは、

- (a)友好的、敵対的という区分にかかわらず、何れのテイクオーバーも存在しない場合
- (b)友好的テイクオーバーが開始された場合
- (c)敵対的テイクオーバーが開始された場合
- (d)敵対的テイクオーバーの形勢が買収者に有利になった場合

の4つとする。(a)は友好的テイクオーバーが起きる前のニッポン放送2004年12月22日の1分足終値を使う（1分足の終値については図1に掲載）。(b)は系列会社であるフジテレビがニッポン放送株の50%超の保有を目指すTOBを開始した2005年1月17日の翌日2005年1月18日の1分足終値を使う（1分足の終値については図2に掲載）。(c)については、ライブドアがニッポン放送株の35%を取得した2005年2月8日の1分足終値である（1分足の終値については図3に掲載）。(d)については、ライブドアの敵対的テイクオーバーの最中に、東京地裁がニッポン放送の新株予約権発行を差止めた3月11日の翌営業日2005年3月14日の1分足終値を使う（1分足の終値については図4に掲載）。図1から図4について視覚的に検証してみれば図1と図2の間には視覚的に一応の変化が見られる。ただし、これはフジテレビからのTOB価格が発表され、株価形成の指針が備わった事で説明できる。それよりも、変化は図2から図3にかけて大きく見られる。これらの図は、株価水準の変化以外にどのような変化を想定すべきかを考察する。

図1 テイクオーバーの対象となる以前のニッポン放送の1分足終値  
(2004年12月22日)

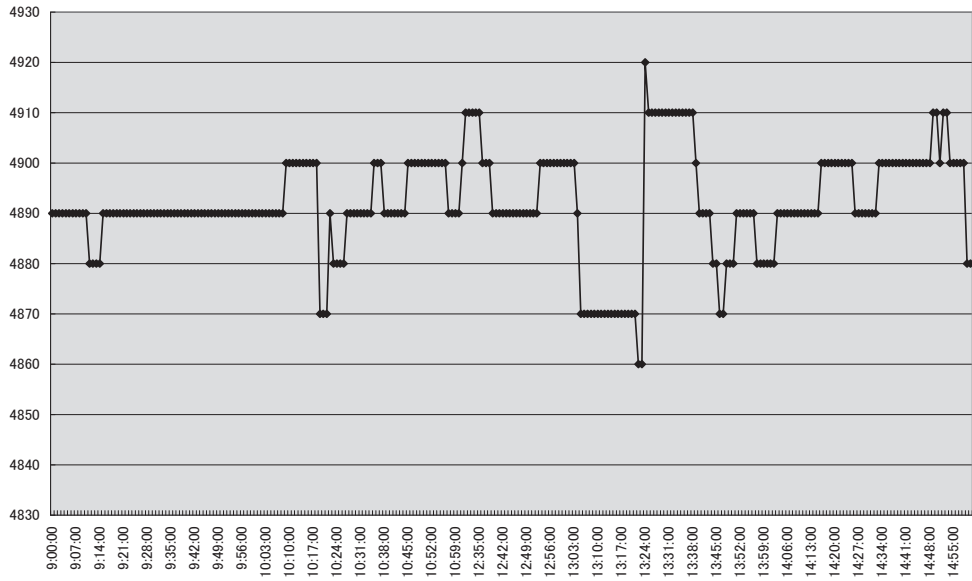


図2 フジテレビからの友好的テイクオーバー後のニッポン放送の1分足終値  
(2005年1月18日)

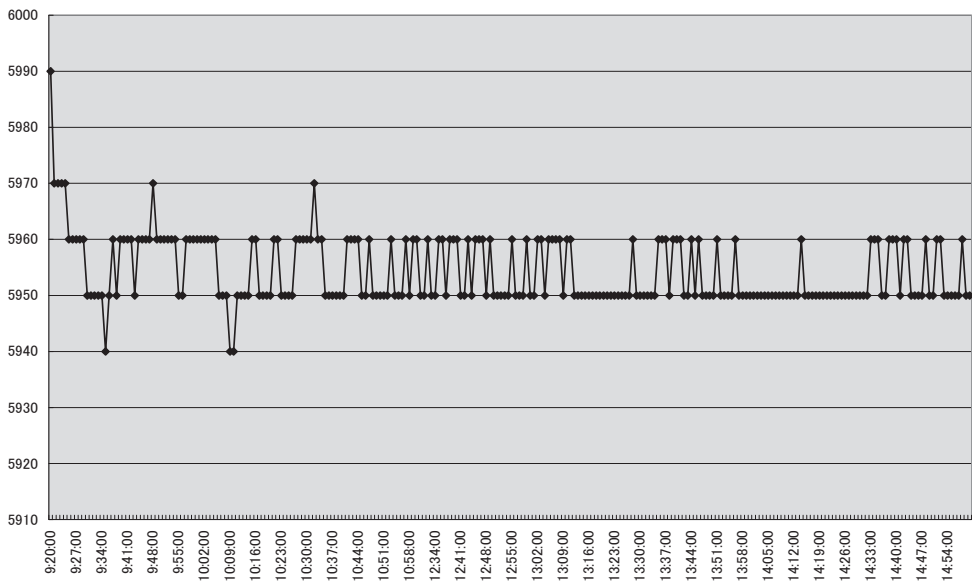


図3 敵対的テイクオーバーが起きた直後のニッポン放送の1分足終値  
 (2005年2月8日、ライブドアがニッポン放送株の35%を取得した日)

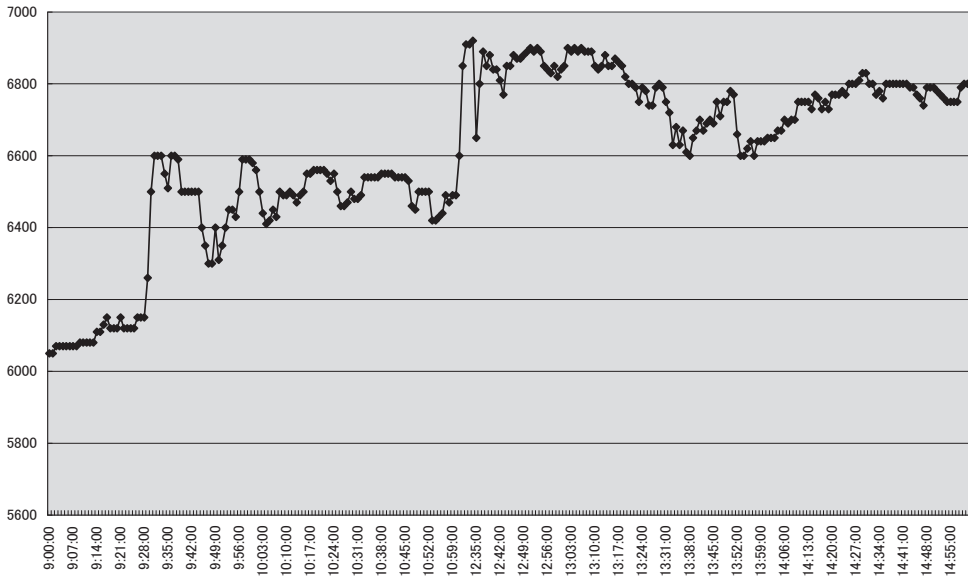
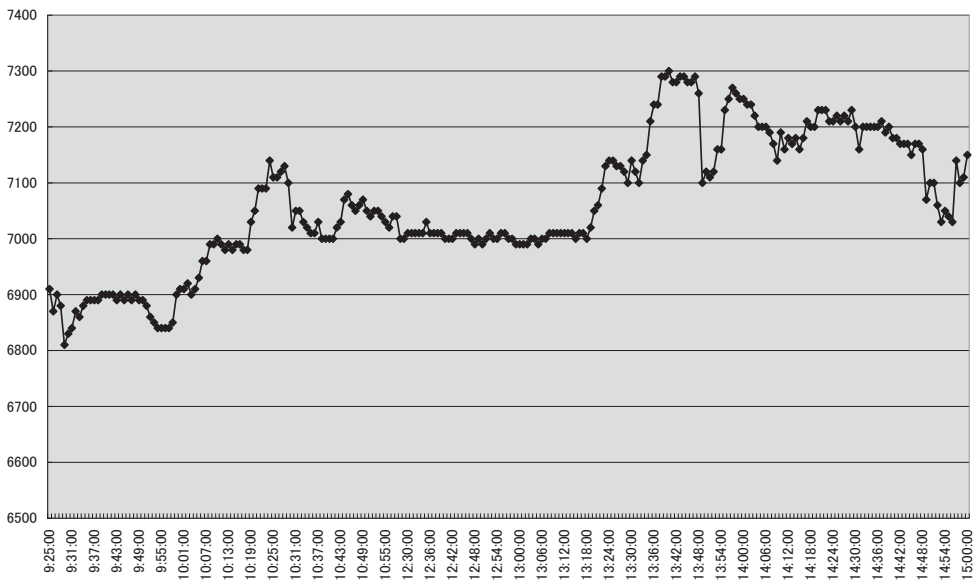


図4 敵対的テイクオーバーが買収者にとって有利に展開した場合の1分足終値  
 (2005年3月14日、東京地裁がニッポン放送の新株予約権発行を差止めた3月11日の翌営業日。9時25分寄りつき)





### 2.1. 敵対的テイクオーバーがターゲット企業の価値評価に与える影響

ライブドアのケースの場合、ターゲット企業であるニッポン放送にはリアル・オプションの存在が仮定できていたのか。もしかりにリアル・オプションが存在していた場合、テイクオーバーの過程を通じてそれはどのように変化したのか。

昨今においてリアル・オプションの理論の拡張性はめざましく、様々な計算法が発表されており、計算法は必ずしも1.1節の概要 (Mella-Barral and Perrandin [1997] のリアル・オプション) にとどまるものではない。ただし、瞬間のリターンがそもそも(1)式で表現できれば、このスキームを通じて(7)式のリアル・オプションの存在が認められることになる。(1)式は離散的表現ではないが、もし離散的に解釈可能ならば非常に短期間の「資本から生ずるアウトプットの価値」が正規性を要する。ただし、これは短期間において目に見えるものではないのでその代理とし短期間の株価収益率 (1分足終値) を対象に、リターンの正規性は満たされているのかを検証してみる。視覚的にヒストグラムで確認すれば図5から図8となる。次に Shapiro Wilk の正規性検定を行ってみた。結果は表1のとおりである。Shapiro Wilk の正規性検定に関する帰無仮説は系列が正規分布に従っているという仮説である。どの日も p 値があまりにも低い。Shapiro Wilk Test は標本数が増えると検出力が低下する性質を考慮する必要はある。そこで Jarque Bera Test を行った。結果は表2のとおりである。

この結果も全般に有意な結果は確認できないが、そのなかで注目すべきは友好的なテイクオーバーが開始された場合 (2005/1/18)、1分足終値において p 値が増した点である。これはあくまでも Fisher 流の p 値の解釈をする場合、友好的テイクオーバーがリアル・オプションの存在可能性を高めることを意味すると解釈できるのではないだろうか。

表1 1分足リターンに対する推定とShapiro-Wilk Test

	2004/12/22	2005/1/18	2005/2/8	2005/3/14
$\mu$	-0.000008	-0.000027	0.0004312	0.0001388
$\sigma$	0.0011742	0.0009957	0.0064699	0.0033554
$\mu$ の標準誤差	0.0000713	0.0000629	0.000393	0.0002139
Shapiro Wilk Test(W)	0.415884	0.761940	0.798521	0.853440
(p 値)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(<.0001)

表2 1分足リターンに対するJarque Bera Test

	2004/12/22	2005/1/18	2005/2/8	2005/3/14
統計値の2乗	25451.66	1.0258	1858.658	1121.841
(p 値)	(<2.2e-16)	(0.5987)	(<2.2e-16)	(<2.2e-16)

図5 12月22日  
1分足リターンのヒストグラム

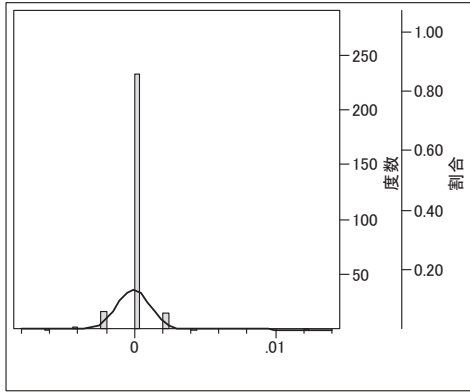


図6 1月18日  
1分足リターンのヒストグラム

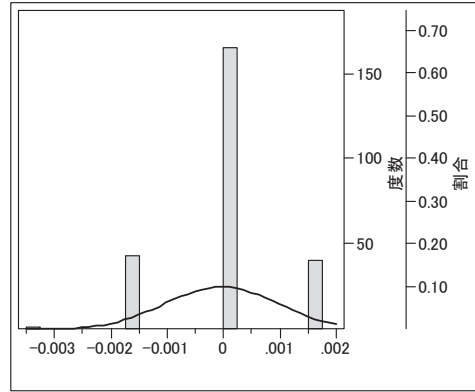


図7 2月8日  
1分足リターンのヒストグラム

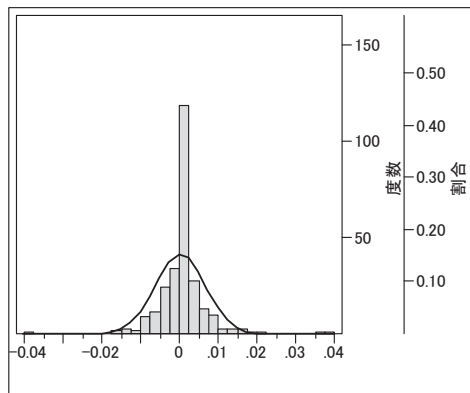
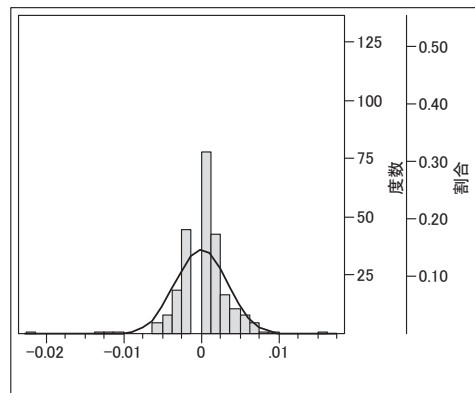


図8 3月14日  
1分足リターンのヒストグラム



## 2.2. 敵対的テイクオーバーが買収者の合理性に与える影響

Roll [1986] のHubris仮説はこの事例において検証できるのか。ここでは、買収者のテイクオーバーがどのような株価変化をもたらしたかを検証する。前節では正規性について検証したが、検証内容を拡張するため正規性ではなく定常性についての検証を行う。また、前節と異なり、リターンではなく株価の生データを扱う。ここでは対象時系列が非定常過程（ランダムウォーク）すなわち、単位根が存在するという帰無仮説のもとで1変量時系列への単位根検定が適当である。本稿ではPhillips-Perron Unit Root TestとAugmented Dickey-Fuller Testを行った(表3を参照)。

これらの検定結果によると、友好的なテイクオーバーが仕掛けられ場合は、株価データに定常性が強く見られ、帰無仮説の非定常性を有意に棄却する（両日とも p

表3 1分足生データに対する単位値の検定

	2004/12/22	2005/1/18	2005/2/8	2005/3/14
時系列数(寄り付きから採取)	272	252	272	247
Phillips-Perron Unit Root Test (p値)	-4.8053 (0.01)	-11.2826 (0.01)	-2.7546 (0.2581)	-2.8088 (0.2354)
Augmented Dickey-Fuller Test (p値)	-4.5626 (0.01)	-5.9003 (0.01)	-2.9089 (0.1931)	-2.3983 (0.4082)

値は0.01)。ところが敵対的なテイクオーバーが始まるとp値が急速に高まる。特にAugmented Dickey-Fuller Testによれば、買収劇が買収者にとって有利になるにつれて、p値はさらに高まることがわかる。これらの結果から、

- ・テイクオーバー以前より株価に定常性が見受けられた場合、友好的テイクオーバーでは定常性が維持される
- ・敵対的テイクオーバーは、ターゲット企業の株価の定常性を失わせ、非定常性を増幅させる

・敵対的買収者の状況が有利になるにつれて、株価時系列の非定常性が増すことが判明した。買収者が定常性のもとでテイクオーバーの計画を進めている場合、自らの行為がターゲット企業の定常性を失わせてしまうという意味においてはRoll [1986] の仮説を補完するものと考えられる。

### 2.3. 買収者の資金調達は的確であったか

Morellec and Zhdanov [2005] は、テイクオーバーの機会とオプションの類似点について言及し、買収者が当初の会社の株式から、キャッシュや他の会社の株式に交換するオプションを持つことを示唆している<sup>13)</sup>。それはリアル・オプションの文脈で論じられたものだが、ライブドアの事例は買収者が潜在的な金融オプションを資金調達に活用した例である<sup>14)</sup>。

当事例において、ライブドアは手元資金以外に800億円の資金を必要とした。ライブドアは新興企業であり、さらに1.2. で見たように、わが国で敵対的テイクオーバー時に買収者がLBOを使用できないという制約がある。そこでライブドアはMSCB (Moving Strike Convertible Bond、転換価格修正条項付き転換社債型新株予約権付社債) をリーマン・ブラザーズ証券会社 (2008年09月16日米連邦破産法11条の適用を申請して経営破綻、以下リーマン・ブラザーズ) に発行して資金調達を行った<sup>15)</sup>。社債の額面金額は1億円であるため総額800億円に対して、転換権が800個付加されている。この債券の特徴は、無利息かつ完全無担保であると同時に、株式への転換価額450円見直し条項が付随されている点である。当債券の当初設定の転換価額は450円であり、下限の転換価額は157円である。転換価額の修正は毎週行われ、毎週金曜日までの3連続取引日のVWAP (Volume Weighted Average

Price、売買高加重平均価格)の平均値の90%に相当する金額に修正されていった。リーマン・ブラザーズは転換権を積極的に行使し、2005年4月15日までリーマン・ブラザーズはMSCBを全額株式転換し、ライブドアの株数は約1.41倍に増加した。これが既存株式の希薄化に伴う株価下落につながり、2月8日から4月15日までにライブドアの株価は終値ベースで約27%下落した。

では、こうした資金調達には経営者、株主にとっての確かな判断であったか。転換価格がVWAPの週間平均値の90%になっていくというオプションを事実上発行することが、既存株式の価値を陥れたことは間違いない。そもそもライブドアがリーマン・ブラザーズに渡した800個の転換(行使)価格修正条項付きオプションの価値はどのくらいあり、その金額はライブドア側でどこまで厳密に測定できていたのか。一般的なヨーロピアンタイプのオプション価格を求めるプライシングモデルとして知られているのは、Black and Scholes [1973]である。ただし、転換価格(行使価格)のVWAPも確率過程をたどる場合は、当理論をそのまま適用するのではなく、エキゾチック・オプションとしての評価法(とりわけアジア型オプションの一種であるアベレージ・ストライク・オプション)が適切である。VWAPが株価の幾何平均とすれば、Kemna and Vorst [1990]に従い、(ヨーロピアンタイプのオプションであるならば)解析解を求める可能性がある。このケースでは1週間に1度のペースでVWAPが更新されていくため、前述のモデルをそのまま使うことはできないが、リーマン・ブラザーズの権利行使をシミュレートすることは可能であったと考えられる。当オプション価値については本稿では考察をしないが、中日新聞2005年6月10日によれば、リーマン・ブラザーズはこの買収劇において約220億円の利益を得たという報道がなされた。この金額は権利行使によって得られた利益であり、オプションの価値ではないにしろ、それと同額の損失は既存株主が負ったことは事実であろう。ライブドア経営陣は、ライブドア株主に対して、リーマン・ブラザーズに譲り渡したオプション800個の価値を明確に説明する必要があったのではないか。

## おわりに

本稿では敵対的テイクオーバーの事例において、買収者の戦略と資金調達について考察を行った。戦略においては、リアル・オプションの視点からターゲット企業の価値を維持しながら買収を行うことが可能か、ならびにRoll [1986]のHubris仮説の視点から合理的な行動が可能かについて、データを検証した。また、資金調達についてオプションの価値から論じた。本稿ではライブドアのニッポン放送に対する敵対的買収事例のみを対象とした導入的考察であったが、今後は当事例だけでなく他の事例についても検証をすすめたい。

## 註

- 1) 当研究については平成17年度財団法人全国銀行学術研究振興財団による研究助成を受けた。また、金融システム研究会の諸先生方には有益なコメントを頂いた。この場を借りて深く感謝申し上げる。
- 2) 1988年のブリヂストンの事例（対象企業：ファイヤーストーン）、同年のセゾンの事例（対象企業：インターコンチネンタルホテル）、1989年の三菱地所の事例（対象企業：ロックフェラー・ビル）、同年のソニーの事例（対象企業：コロンビア・ピクチャーズ）等。
- 3) 1987年のコーリンの事例（対象企業：蛇の目ミシン工業、国際興業）、1989年の秀和の事例（対象企業：忠実屋、いなげや）、1989年のブーン・カンパニーの事例（対象企業：小糸製作所）等。
- 4) こうした事例の詳細については、Andrade et al [2001] をみよ。
- 5) 株価純資産倍率。株価を「1株あたり純資産（純資産を発行済み株式数で割ったもの）」で割った指標。
- 6) 企業の事業価値（株式時価総額＋負債総額）を企業保有の実物資産の時価総額で割った指標。
- 7) たとえば当時の記事として、日経ビジネス2001年11月19日号「PBR 1倍割れ企業相次ぐ―大M&A時代の条件整う」には、2001年11月5日終値でPBRが1倍を割っている企業は東証1部で全体の51.7%、東証2部では68.7%に達していると報じており、わが国の企業が買収の対象となる可能性を示唆している。
- 8) ユシロは2004年1月15日に大幅な増配(前年度14円から200円)を発表したため、株価が急騰した。こうした迅速な配当政策が功を奏し、スティール・パートナーズ側は同年1月27日にはTOBを早くも断念した。それとは対照的に、ソトーは、大和証券グループ系のファンドNIFベンチャーズ（現在エヌ・アイ・エフSMBCベンチャーズ）をホワイトナイトとしてスティール・パートナーズに対抗を始めた。NIFベンチャーズは子会社を通じて、ソトーへの高額な買収価格を提示してTOBは泥沼化する。しかし、スティール・パートナーズがより高い買収価格を提示してきたことからNIFベンチャーズは買収を断念せざるを得なくなる。結局2004年2月16日にソトーは大幅な配当の引き上げを発表し、それに応じてソトーの株価が急上昇し、スティール・パートナーズの当初の目論見は不成立となった。
- 9) テイクオーバーとリアル・オプションとを結びつけたのはMargrabe [1978] である。ここではテイクオーバーのアナウンスメントはアブノーマル・リターンを生むとしている。
- 10) 株式交換の場合、買収側企業は完全な親会社として、買収された企業は子会社

として、その後も存続していくところに特徴がある。すなわち、ビジネスを継続的に展開していくには有利な方法といえよう。ただし、株式交換をキャッシュレスという側面においてのみ肯定することはできない。株式交換の買収が現金での買収よりも投資収益率に対して劣るという考察 (Loughran and Vijh [1997]) もある。

- 11) 事例の詳細について拙稿・足立 [2005] をもとにまとめる。2005年2月8日の早朝、ライブドアはToSTNeT-1の取引によってニッポン放送株29.6%を取得し、ライブドアの持ち株比率は35%に達した。これは、ちょうど同年1月17日よりフジテレビがニッポン放送株の50%超の保有を目指すTOBの最中であった。同年3月25日には、ライブドアはニッポン放送株の議決権ベースの過半数を取得して、事態はライブドアにとってかなり有利となる。最終的に4月18日に、フジテレビジョン、ニッポン放送、ライブドアの間で和解の基本合意が行われて、ライブドア側が保有している発行済み株式の総割合50%のニッポン放送株をフジテレビに1株6300円で売却した（これは、ライブドアはライブドア自体が所有しているニッポン放送株（発行株の保有割合17.6%）を売却するとともに、発行株の保有割合32.4%をしめるライブドア・パートナーズをフジテレビに売却することによって行われた）。さらにライブドアは440億円の第三者割当引受増資をフジテレビから引き出した。
- 12) データについては株式会社QUICKから提供を受けた。
- 13) TOBを仕掛ける買収企業と、対象企業の株主との間で、オプションの権利行使についてのゲームの解決策として均衡が決定される。
- 14) 私募形式の社債として、CB (Convertible Bond、転換社債型新株予約権付社債)、EB (Exchangeable Bond、他社株転換社債) 等の発行が考えられる。たとえばCBであれば首尾よく買収者の株価が上昇すれば、株主、経営者、資金提供者の何れのプレイヤーも株価上昇の恩恵を受ける。
- 15) 2010年満期ユーロ円建て転換社債型新株予約権付社債（払込期日は2005年2月24日、償還日は2010年2月24日）。

#### 【参考文献】

- [1] G. Andrade, M. Mitchell and E. Stafford, 2001, New evidence and perspectives on mergers?, *Journal of Economic Perspectives* 15, 103-120.
- [2] F. Black and M. Scholes, 1973, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, *Journal of Political Economy*, 81, 637-659.
- [3] G. F. Davis and S. K. Stout, 1992, Organization Theory and the

Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980-1990, *Administrative Science Quarterly* 37, 605-633.

- [4] A. Kemna and A. Vorst, 1990, A pricing method for options based on average asset values, *Journal of Banking & Finance*, 14-1, 113-129.
- [5] B. M. Lambrecht and S. C. Myers, 2007, Theory of Takeovers and Disinvestment, *The Journal of Finance* 62, 809-845.
- [6] T. Loughran and A. Vijh, 1997, Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?, *Journal of Finance*, 52-5, 1765-1790.
- [7] W. Margrabe, 1978, The value of the option to exchange one asset for another, *Journal of Finance* 33, 177-186.
- [8] P. Mella-Barral and W. Perraudin, 1997, Strategic Debt Service, *The Journal of Finance* 52, 531-556.
- [9] E. Morellec, and A. Zhdanov, 2005, The dynamics of mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics* 77, 649-672.
- [10] R. Roll, 1986, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *Journal of Business*, 59, 197-216.
- [11] A. Shleifer and R. Vishny, 2003, Stock market driven acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 70, 295-311.
- [12] 足立光生、2005、M&A発表が買収者側の株式市場に与える影響、*経済論叢*、177、60-74。