

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 5 月 15 日現在

機関番号：34419

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2009～2011

課題番号：21530179

研究課題名（和文） M&amp;Aにおける被買収企業の株式所有構造と取引プロセス

研究課題名（英文） Takeover measures and ownership structure of target firms

研究代表者 小林 磨美 (KOBAYASHI MAMI)

近畿大学・経済学部・准教授

研究者番号：40411566

研究成果の概要（和文）：はじめの主要な研究では、買収者が事前に取得する被買収企業の株式割合は、被買収企業の株式保有の内部集中度、買収によるシナジー効果の買収防衛による価値破壊に対する割合、買収者にかかわる情報開示義務が発生する取得株式の割合、の3つに依存して決まることを理論的に導出した。またこれに続く研究では、企業に流動性を供給する銀行の投資行動に焦点を当て、レポ市場で資金調達する銀行の信用リスクが市場リスクに連動したり、担保資産の流動性が低下することが懸念されれば銀行が投資を引き上げたりする可能性を指摘した。

研究成果の概要（英文）：The first and main research shows that the size of a toehold which is accumulated by a potential acquirer of a target firm depends on the inside ownership concentration of the firm, a ratio of the value of synergy created by the merger to the destroyed value by the takeover defense, and the threshold of the size of a toehold which is specified under a disclosure rule. The results shed additional lights on the decisions of the acquirer on the size of a toehold and the allocation of control right of the target firm in equilibrium.

The second research analyzes the mechanism of which the market risk affects the investment decisions of a bank. Considering a bank which finances itself through a repo market, the research shows that the credit risk of the bank increases with the market risk. This research also shows the mechanism in which the bank terminates its investment in the midst of the investing project if the future liquidity in the market of the collateral asset is anticipated to be reduced by the bankruptcy of the bank.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	1,300,000	390,000	1,690,000
2010年度	700,000	210,000	910,000
2011年度	1,200,000	360,000	1,560,000
年度			
年度			
総計	3,200,000	960,000	4,160,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学、理論経済学

キーワード：ミクロ経済学、コーポレート・ファイナンス

## 1. 研究開始当初の背景

- (1) 企業の M&A（合併・買収）研究における株式所有構造と支配権移動の問題は重要な分野であり、これまでも買収者の被買収企業に対する（事前）株式保有比率と買収成功確率や株価の関係、あるいは被買収企業の内部株式保有比率と均衡における取引手段との関係などが理論的に分析されてきた。

しかしながら、現実には買収者・被買収者双方の株式保有比率が支配権移動に大きな影響を与える可能性が残されている。とくに買収者が事前に株式を取得する場合、現実では取得株式が一定割合を超過すれば取得者には開示ルールが適用され、取得目的などを公開する義務が発生する。

実際に企業買収では買収者による株式保有割合が既存理論で考えられるほど高くなく、これを説明するのに新たな視点を考慮した理論分析が必要であると考えられる。

- (2) M&A をはじめとする企業の投資行動は、資金調達の高難易度にも依存する。2007 年のサブプライムショックに端を発した世界的金融危機では、金融市場における著しい流動性の枯渇化が観察され、その影響は実体経済にも及んだ。

この事実を受け、金融市場で生じるショックが金融機関による企業への流動性供給に及ぼす影響を分析する必要性があると考えられる。

特に現代の金融機関はレポ取引を中心とする短期金融市場を通じてほかの金融機関や金融会社の一時的な余資の投資先としての役割を拡大しており、市場リスクの影響を受けやすくなっていると考えられ、リスクが波及する理論分析に必要性が高まっている。

以下、研究の目的、方法、および成果における(1)および(2)は、それぞれここでの(1)および(2)に対応する。

## 2. 研究の目的

- (1) 企業買収において、買収者が事前に取得する被買収企業の株式割合の決定問題を理論的に分析する。

とくに企業の株式を市場で一定割合以上取得した場合、取得者自身の情報とともに、取得目的などを開示しなければならない法制度（開示ルール）のもとで、内部大株主が存在する被買収企業に対して相対交渉による買収を考える買収者による事前株式保有割合を内生的に導出する。

- (2) 長期投資資産を裏付けとする金融商品への投資資金を金融機関や金融会社の一時的な余資に依存する現代の金融機関（銀行）の投資行動に係る理論モデルを構築する。

家計を中心とする伝統的な預金者と異なり、金融機関や金融会社（以下、機関預金者）は金融市場参加者であることから市場リスクの影響を受けるが、その一方で伝統的な預金者と同様の保護を受けられるようレポを中心とした有担保短期金融市場を介して銀行に資金を提供する。

ここではそのような銀行の取引をモデル化し、市場リスクが銀行の投資行動に与える影響を考察する。

## 3. 研究の方法

上記の(1)、(2)それぞれにミクロ経済学的な分析手法にもとづく理論モデルを構築し、分析を進めた。以下では構築したモデルの概要について簡単に述べる。

- (1) 既存の実証研究より、英米などにおいても公開企業における株式所有の集中があることが報告されていることから、企業のコントロール権を掌握する内部大株主が存在する公開企業をターゲットとする企業買収をモデル化する。

企業買収は内部大株主による私的便益の享受をただす規律付けとして行われるとし、買収者は事前に株式市場で被買収企業の株式を買い集める。

特定企業の株式買付には開示ルールが適用され、発行済み株式の一定割合以上を買収者が買い付けた場合、買付目的や買収者自身についての情報をすべて公開しなければならないとする。このような開示ルールは「5%ルール」として知られ、我が国のみならず欧米を中心に広く取り入れられている法制度である。

伝統的な議論では多く株式を買い付けるほど買収者は成功しやすいが、開示ルールのもとでは開示基準を上回る株式を買い付けた場合、情報公開を通じて買収者のコントロールのもとでの企業価値が株価に織り込まれるため、保有株式の価格上昇による利益が失われる。さらに、被買収企業の内部大株主が買収提案を拒絶し、価値破壊的な買収防衛を発動した場合、保有する株式が多いほど損失が大きくなる。

以上を考慮に入れ、企業買収の研究分野においてひろく取り入れられている買収者による二段階の買収プロセス（相対での交渉と、交渉決裂後の公開買い付け）をモデル化する。

- (2) レポ市場で資金調達する銀行の投資行動を分析するために、有担保短期負債による資金調達をモデル化する。ファンダメンタル価値が一定の長期資産を裏付けとする証券化金融商品に投資するために、当該商品を担保として短期資金を調達する銀行を想定する。

銀行への資金提供者は金融市場参加者なので、市場金利の変動に応じて銀行への融資を続行するか、資金を引き揚げるかを選択できるとし、その際に銀行がレポ市場で既存負債を借り換えるか、償還して投資を中止するかを決定できるとする。

期中での金利変動に加え、拡張問題では期末での担保資産の流動性の変化を考慮にいたした二時点モデルを構築し、銀行による社会的余剰の最大化問題を解く。

#### 4. 研究成果

- (1) 企業買収に先立つ、買収者による被買収企業の株式保有割合に影響する要因を理論的に導出することに成功した。買収者による買収提案が受け入れられない場合、被買収企業が価値破壊的な買収防衛を発動できるならば、被買収企業が相対取引を受け入れることによる合併、または被買収企業による株式の非公開化のいずれかが均衡で生じることになる。均衡は被買収企業の内部株式保有比率に依存して決まるが、相対取引による相乗効果が、被買収企業による買収防衛で破壊される企業価値を上回るほど相対交渉が成立しやすい。相対交渉が成立する均衡では、内部保有比率が高いほど買収者による事前株式保有比率は開示制度で定める閾値未満になり、合併による相乗効果が高いほど事前株式保有比率は閾値未満になりやすいことが導出された。一方、買収に失敗する均衡では内部保有比率にかかわらず買収者は事前に閾値未満の株式を保有する。これらの結果は、企業買収における買収者の事前株式保有比率に関する新たな知見と今後の実証分析におけるインプリケーションを与える。

- (2) 自ら金融市場に参加できる金融機関や金融会社が機関預金者として銀行に資金提供をする場合、市場リスクが銀行の投資行動に波及するメカニズムを理論的に導出した。銀行の信用リスクは銀行間市場でのカウンターパーティリスクの増加関数となり、事前に予測するリスクの値よりも高いリスクが実現すると、投資資産のファンダメンタルズにかかわらず銀行の信用リスクが短期間で上昇する可能性があることを示した。また銀行の破たんに伴い将来時点での担保資産の市場流動性が低下するならば、現時点で保有資産を売却することによって銀行は機関預金者への払い戻しを選択する。先の世界的金融危機ではサブプライム関連証券のみならず、健全な金融資産もが売却の対象となったが、ここでの分析はそのメカニズムを理論的に導出したと考えてよい。また銀行資産として企業への貸出のみを持つ場合、ここで導出した現象は金融市場で上昇したリスクが企業貸出を低下させることを示唆する。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 2 件)

- ① Mami Kobayashi, Financial Contagion through a Repo (2012.2) 近畿大学経済学部 Working Paper Series No. E-23, pp. 1 - 47. (査読・無)
- ② Mami Kobayashi, Toehold Strategy in Negotiated Transfer of Corporate Control under a Disclosure Rule (2012.1) 近畿大学経済学部 Working Paper Series No. E-20, pp. 1 - 35. (査読・無)

[学会発表] (計 4 件)

- ① Financial Contagion through a Repo (2011.12.24) Monetary Economics Workshop (於・大阪大学)
- ② Market Liquidity and the Capital Structure of Financial Institutions (2010.12.4) Japan-Taiwan Contract Theory Conference (於・政策研究大学院大学)
- ③ Toehold Strategy in Negotiated Transfer of Corporate Control under a Disclosure Rule (2010.6.6) 日本経済学会春季大会 (於・千葉大学)
- ④ Toehold Strategy in Negotiated Transfer of Corporate Control under a Disclosure Rule (2010.3.14) JPIS Invitational Training Program for Advanced Japanese Research Institute Workshop (於・一橋経済研究所)

6. 研究組織

(1) 研究代表者

小林 磨美 (KOBAYASHI MAMI)

近畿大学・経済学部・准教授

研究者番号：40411566

(2) 研究分担者

( )

研究者番号：

(3) 連携研究者

( )

研究者番号：