

論文

買収防衛策導入企業のガバナンスと株式市場の評価

大越教雄

〈論文要旨〉

本稿では、「企業は株主のためではなく経営者の自己保身のために買収防衛策を導入する」という通説が、日本企業にも当てはまるのかを実証分析した。企業が買収防衛策を導入する決定要因（企業側の分析）と、その導入に対する株式市場の評価（株式市場側の分析）という二つの側面から実証研究を行った。その結果、二つの側面からも経営者保身が支持されなかった。さらに、企業側の分析では、IR活動に積極的な企業ほど導入している事実を指摘した。また、株式市場の側の分析からも株式市場が買収防衛策の導入に対して、経営者の保身とネガティブに捉えていない事実を指摘した。これらは、海外の先行研究結果にはない日本の特徴である。

〈キーワード〉

買収防衛策, 敵対的買収, コーポレート・ガバナンス, 経営者保身, イベントスタディ

Corporate governance of the firms adopting takeover defense measures and its evaluation by the stock market

Norio Ogoshi

Abstract

In this paper I analyze whether or not it applies to the Japanese firms that the corporate management tend to adopt takeover defense measures for self-protection. First, I investigate the characteristics of firms that adopted takeover defense measures in fiscal years 2006 and 2008. Second, I analyze the evaluation of the stock market for firms adopting takeover defense measures in fiscal years 2008.

As a result, I clarify that in Japanese firms it cannot be seen to support the hypothesis of self-protection from above two experimental studies. And it is newly pointed out that in Japan firms which were positive to investor relation tended to adopt takeover defense measures. And it is pointed out that investors in the Japanese stock market do not think firms adopting takeover defense measures as a negative activity. These analyses are peculiarly Japanese features that we cannot confirm in previous studies abroad.

Key Words

Takeover defense measures, Hostile takeover, Corporate governance, Self-protection, Event study

2011年1月27日 受付
2011年7月26日 受理
早稲田大学大学院商学研究科
株式会社サマンサタバサジャパンリミテッド

Submitted 27 January 2011
Accepted 26 July 2011
The graduate School of Commerce, Waseda University
Samantha Thavasa Japan Limited

1. はじめに

従来から日本においては、敵対的買収自体が反社会的行為と看做されてきた感があり、敵対的買収を成立させることは容易ではないと考えられてきた。しかし、1990年代のバブル崩壊後の金融機関の不良債権処理と時価会計導入が株式持合い解消の流れを作り、2000年に入ると村上ファンドが昭栄に対して敵対的 TOB を仕掛けたことを皮切りに、国内外のファンドがモノ言う株主として存在感を示すようになった。

2005年にライブドアとフジテレビによるニッポン放送の経営権をめぐる攻防に始まり、2006年には王子製紙の北越製紙に対して敵対的 TOB を仕掛け、2007年にはスティール・パートナーズによるブルドックソースへの敵対的 TOB とそれに対する買収防衛策の有事発動などにより、日本においても敵対的買収や買収防衛策という言葉が一般的になった。

しかし、2000年以降、上場企業を対象とした敵対的 TOB は提案ベースで20件程度しかなく¹、しかも成立したものは未だ存在しない。その一方で、日本での買収防衛策の導入状況を見てみると、ライブドアとフジテレビの一連の攻防があった2005年以降から本格化し、わずか3年半後の2008年12月末時点で570社と大幅に増加した²。

一般に、「買収防衛策を導入する動機は、経営者の保身である」(経営者保身仮説)と考えられているが、この日本のハイペースな導入状況を経営者保身説で説明してしまっているのだろうか。そのため、本論文の目的は、次の2つの命題を検証することとする。

- ① 日本企業の買収防衛策導入の動機が経営者の保身のためではない。
- ② そのため、株式市場は日本企業の買収防衛策導入の発表に対して、ネガティブに反応しない。

2. 先行研究

M&A 先進国である米国では、買収防衛策の導入に関する研究も数多く存在する。しかし、日本では、2005年以降の本格導入から5年程度しか経過しておらず実証研究の絶対的な数が少ない上に、実証研究における評価も定まっていない。買収防衛策の研究には、大きく分けて経営者保身仮説、株主価値増大仮説³、私的情報開示仮説⁴の3つがあり、いずれの研究も企業の導入決定要因の分析か株価のイベントスタディのどちらかで研究を行っている。本論文では、主として経営者保身の検証を行うことから、経営者保身仮説に焦点を当てることにする。

経営者保身仮説は、経営者が自己の保身のために買収防衛策を導入するという仮説である。Jarrell and Poulsen (1987) は、1979年から1985年の間に導入された600件の買収防衛策を対象に、累積超過収益率を使って買収防衛策の資産価値効果を分析した。平均して買収防衛策のリリースは、マイナス1.25%の累積超過収益率を示した。

Davis and Greve (1997) は、米国企業の1980年代のガバナンス改革に関して、機関投資家比率の高い企業や時価総額の小さい企業ほどポイズンピルを導入していることを示している。

日本でも、広瀬・藤田・柳川 (2007) は、2005年に買収防衛策を導入した企業を対象として導入の動機、導入の影響について実証研究を行った。これにより、買収防衛策の導入直後の業績パフォーマンスが有意に悪化していることが確認された。一方で、同様の分析を2006年に導入した企業でも行ったが、株価や業績パフォーマンスともに有意な変化を確認できなかった。

滝澤・鶴・細野 (2007) は、2005 年、2006 年に買収防衛策の導入を行った企業を対象として、買収防衛策の導入要因についてプロビット分析を行った。その結果、ROA・トービン Q 等の業績パフォーマンスが悪化した企業が買収防衛策を導入するとは限らないこと、社齢が高い企業、役員持株比率が低い企業、持合比率が高い企業ほど買収防衛策を導入する傾向にあること、そして支配株主持株比率が低い企業、機関投資家比率の高い企業ほど、買収防衛策を導入する傾向にあることを実証した。

Arikawa and Mitsusada (2008) は、2005 年 4 月から 2006 年 5 月の間に買収防衛策を導入した企業を対象として、経営者の裁量の大きさと買収の脅威の大きさが買収防衛策の導入に与える影響を分析した。その結果、社長の在任期間が長いなどガバナンスに関して問題がある企業の買収防衛策導入には、市場がネガティブに反応していることを示した。

3. 日本における敵対的買収のケースとその後の変化

日本での買収防衛策を研究する上で、企業経営者の意識までも大きく変えた重要なケースは、①ライブドア・ニッポン放送の事件 (2005 年)、②王子製紙の北越製紙に対する敵対的 TOB (2006 年)、③ブルドックソース事件 (2007 年) であると考えられる。

特にライブドア・ニッポン放送の事件に関する東京高裁の決定で、敵対的買収防衛策の発動が認められる敵対的買収者 (濫用的買収者) の 4 つのケースが発表された。しかし、この高裁の決定に対して、企業価値研究会 (2005) は、買収防衛策は新株予約権発行が決定された時の具体的状況、新株予約権の内容、発行手続き (株主総会の承認決議があるか) といった個別事情によって、適法となる余地もある (企業価値を損なう買収提案を排除するものであれば認められる) と指摘した。

結果として、本事件により敵対的買収の脅威を経営者に植え付け、高裁の決定により買収防衛策の導入が急増した。これを受けて企業価値研究会の「企業価値報告書」や、経済産業省と法務省の「企業価値・株主協同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」が発表されたが、あくまでも指針であり法的な拘束力はない。

また、2006 年の王子製紙の北越製紙に対する敵対的 TOB に関しては、TOB は成立しなかったものの、業界トップ企業が経営戦略の一手段として敵対的買収を仕掛けた初のケースであり、企業経営者に敵対的買収が経営戦略の一手段として一般的に行われるという脅威を植え付けた。

2007 年のブルドックソース事件は、ブルドックソースに対して、スティール・パートナーズが完全子会社化を目指し敵対的 TOB を仕掛けたケースであった。これは、敵対的買収の標的となった企業が買収防衛策の有事導入・有事発動を行った日本初のケースとなった。ブルドックソースは買収防衛策を導入し、スティール・パートナーズ以外の株主に対する新株予約権の無償割当てを行った。

スティール・パートナーズは、この新株予約権無償割当てが株主平等の原則に反し、著しく不正な方法によるものとして差止め請求を行ったが、東京地裁、東京高裁、最高裁は、いずれもスティールの主張を退ける決定を行った。田中 (2007) は、3 つの裁判所による決定に共通した見方は、買収防衛策の必要性は、株主総会によって判断されるべきであるという点であると指摘した。この事件の判決以降、企業が買収防衛策の導入する場合には、株主総会の決議事項とすることで株主の意思を確認してから導入するケースが増えている。

また、この事件は日本において初めて買収防衛策が有事発動されたケースとなった。ブルドックソースは、上記の買収防衛策の有事導入に際して 27 億円以上の費用がかかった。しかし、スティール・パートナーズは敗訴した後も依然として敵対的 TOB を続けた。つまり、敵対的買収の脅威は、買収防衛策を発動した後も続いており、有事導入には費用がかかる割に買収防衛策を発動した後も敵対的買収のリスクは完全に排除できないということが明らかとなった。

これらの日本の状況から考えられることは、下記である。

- ① 濫用的買収者を明確に排除できる判例や法整備が整っておらず、法的な拘束力のない指針レベルの発表にとどまっている⁵。
- ② 敵対的買収は株式の買い集めで行われるものであり、株主に対して、「買収防衛策の導入は経営者保身目的でないことは勿論のこと、株主にとっても不利にならない」という明確な説明が必要である。そのため日ごろの IR 活動を通じて株主重視のコミュニケーションが重要になると考えられ、IR 活動に積極的な企業が導入している可能性がある。

上記①、②は実証分析での仮説設定にも反映させることとする。

4. 買収防衛策導入の決定要因

4.1 仮説設定

前節で述べた通り日本では、判例の蓄積の少なさや濫用的買収者を排除する明確なルール等が存在せず、ブルドックソース事件のレビューからも買収防衛策の効果にも疑問が残る現状が明らかになった。そのような中、2005 年から買収防衛策の本格導入が始まってわずか 3 年半で 570 社が導入する日本企業の状況は、経営者の自己保身のためということが当てはまるかは疑問であると感じる。むしろ、各企業が個別に対応策を考える中で同一業種内の導入状況に左右されるという考え方が自然ではないだろうか。

さらに、近年のコーポレート・ガバナンスへの高まり⁶も踏まえると、ガバナンスへの積極的な姿勢を持っている企業が買収防衛策を導入するケースは考えられないだろうか。前章でも述べた通りブルドックソース事件の際の裁判所の「買収防衛策の必要性は株主総会によって判断されるべきである」という見方からも、株主への説明責任を日頃から果たしておく必要があることから IR 活動に積極的な企業が買収防衛策を導入するケースも考えられる。

そこで、先行研究と敵対的買収のケースを元に下記の仮説を設定した。経営者保身かどうかを検証する仮説として先行研究から H1 から H4 を設定した。つまり、H1 から H4 が支持されれば経営者保身の可能性が考えられる。さらに、前章で述べた日本企業の敵対的買収事例や導入状況から推測される仮説として H5 及び H6 を設定した。

仮説に用いた説明変数とその内容、データ出典については「表 1」にまとめた。

H1. 経営者の在任期間が長いほど独裁的になり、自社の利益のみを追求する可能性が高まり、買収防衛策を導入する傾向が高くなる（説明変数：代表者在位年数）。

Arikawa and Mitsusada (2008) は、「経営者の在任期間が長い場合に株式市場はネガティブに評価する」と指摘した。相対的に経営者の在任期間が長くなると権力や影響力が増大し、ワンマン経営で自社の利益に邁進する傾向が強くなると考えられる。そのような企業は、株主価値の向上よりも自社の利益を考えがちになると考えた。

H2. 時価総額が小さいほど買収に係る総コストが低く、買収者からターゲットにされる可能性が高くなり、買収防衛策を導入する傾向が高くなる（説明変数：時価総額（対数））。

Davis and Greve (1997) は、「時価評価額の小さい企業ほどポイズンピルを導入している」ことを示した。企業規模（時価総額）が小さな企業は、買収者にとってみれば総コストが低く抑えられ買収のターゲットにされやすくなり、買収防衛策を導入しやすくなるという仮説である。

H3. 業績が悪い企業や売上高成長率が低い企業は、買収される可能性が高くなるので、買収防衛策を導入する傾向が高くなる（説明変数：調整後 ROA, 売上高成長率(3年)）。

業績の悪い企業や売上高成長率が低い企業は支配権移転のため敵対的買収を受ける可能性が高くなる。そのため、買収防衛策を導入する傾向が高まるという仮説である。

H4. 機関投資家比率が高い企業や持合比率が低い企業は、買収者が株式を買い集めやすくなり、買収防衛策を導入する傾向が高くなる（説明変数：機関投資家持株比率, 持合比率）。

Davis and Greve (1997) は、「機関投資家（外国人株主等）の割合が高いほど買収防衛策を導入することは、投資家の視野が短期的で買収者の TOB に応じやすいことを反映している」と指摘した。また、胥 (2006) は、持合比率が低い企業は敵対的買収のターゲットになる可能性が高くなると指摘した。

H5. その企業が所属する業種内で導入する企業の割合が高いと、同業他社の動きに追隨して買収防衛策を導入する傾向が高くなる（説明変数：業種内導入率）。

2005 年からの買収防衛策の導入は 3 年半で 570 社にも上っている。買収防衛策の導入を検討する際に、自社や株主などステークホルダーについて考えることはもちろんのこと、他社状況を見ながら導入を検討する動きは当然である。自社が属する業種内の導入率が高いほど、買収防衛策を導入しやすくなるという仮説である。

H6. IR 活動を積極的に行っている企業は、株主価値増大のために買収防衛策を導入する傾向が高くなる（説明変数：WEB 充実度）。

宮島・原村・稲垣 (2003) では、コーポレート・ガバナンス改革(特に IR 活動)は日本企業の業績向上に寄与していることが実証された。敵対的買収は株式の買い集めで行われるものであり、株主に対して、「買収防衛策の導入が経営者保身目的でなく、株主にとっても不利にならない」という明確な説明が必要である。そのため日ごろの IR 活動を通じた株主重視のコミュニケーションが重要になると考えられ、IR 活動に積極的な企業ほど導入しやすくなるという仮説である。

仮説No.	説明変数	予測符号	説明変数の内容	データの出典
H1	代表者の在任年数	+	社長の在任年数	日経経済新聞デジタルメディア コーポレートガバナンス評価システム
H2	時価総額(対数)	-	期末の時価総額を対数変換したもの	日経経済新聞デジタルメディア コーポレートガバナンス評価システム
H3	売上高成長率(3年)	-	3年平均の売上高成長率	日経経済新聞デジタルメディア コーポレートガバナンス評価システム
H3	(調整後)ROA	-	業種と規模を考慮した平均的なROAに対する超過分	日経経済新聞デジタルメディア コーポレートガバナンス評価システム
H4	機関投資家持株比率	+	外国人株式保有比率+信託勘定株式保有比率+生保特別勘定株式保有比率	日経経済新聞デジタルメディア コーポレートガバナンス評価システム
H4	持合比率	-	相互株式保有が可能な公開会社による株式保有比率合計(ニッセイ基礎研算出)	日経経済新聞デジタルメディア コーポレートガバナンス評価システム
H5	業種内導入率	+	東証33業種にて各業種の買収防衛策導入率 各業種の買収防衛策導入企業数/各業種の所属企業数	株式会社NJK Dinqs-IR(適時開示情報分析システム)、日経Needs-Fame
H6	WEB充実度	+	日興アイアールが算出、各企業のWEBサイトの分かりやすさ、使いやすさ、情報の多さを評価し偏差値にしたもの	日経経済新聞デジタルメディア コーポレートガバナンス評価システム

(表1 説明変数の内容とデータの出典)

4.2 実証分析手法

買収防衛策を新規導入した企業が1、導入していない企業が0というダミー変数を取る被説明変数 $defense_i$ について潜在変数 $defense_i^*$ の存在を仮定し、この潜在変数が下記の二項ロジット回帰式に従うものとする。

潜在変数 $defense_i^*$ に影響を与える要因として仮説に基づく説明変数 x_i を考え、定数項 α を含むモデルを推定する。 β はそれぞれの説明変数の係数ベクトルを表す。 p_i は企業 i が買収防衛策を新規で導入する予測確率 ($defense_i = 1$ となる確率) を表す。

$$\log \frac{p_i}{1-p_i} = \alpha + \beta_1 x_{1i} + \beta_2 x_{2i} + \beta_3 x_{3i} + \beta_4 x_{4i} + \beta_5 x_{5i} + \beta_6 x_{6i} + \beta_7 x_{7i} + \beta_8 x_{8i} + e_i$$

$$defense_i = \begin{cases} 1 (defense_i^* > 0 & : \text{買収防衛策を導入した}) \\ 0 (defense_i^* \leq 0 & : \text{買収防衛策を導入していない}) \end{cases}$$

$$p_i = P(defense_i = 1)$$

x_1 =代表者の在位年数 x_2 =時価総額(対数) x_3 =売上高成長率(3年) x_4 =(調整後)ROA x_5 =機関投資家持株比率 x_6 =持合比率 x_7 =業種内導入率 x_8 =WEB 充実度

4.3 サンプルデータ

東証一部・二部上場(金融は除く)のうち2006年、2007年、2008年に買収防衛策の新規導入を決定した企業を各年度で抽出した。企業が買収防衛策の導入を検討する際に、前年以前の業績を考慮しながら新規導入を検討・決定するものと考えて実証分析を行った。そのため2005年から2007年まで説明変数データが全て揃う企業1,668社を抽出した。

また、新規導入を決定した企業は翌年の分析対象企業数(観察値数)からは除外している。

	買収防衛策 新規導入企業数	分析対象企業数 (観察値数)
2006年	85	1,668
2007年	170	1,583
2008年	119	1,413
2006-2008年	374	1,668

(表2 各年度の買収防衛策新規導入企業数と分析対象企業数(観察値数))

買収防衛策を導入した企業の特定は、株式会社エヌジェーケーの適時開示情報分析システム(DInqs-IR)より行い、その中から別冊商事法務のバックナンバーや日経テレコンによる新聞記事、企業のHPから内容確認を行い、新規導入企業だけを抽出した。

4.4 基本統計量と相関関係

実証分析を行うに当たっての基本統計量は下記「表3」に、説明変数間の相関関係は下記「表4」の通りである。

買取防衛策導入企業のガバナンスと株式市場の評価

基本統計量	2006年						2007年					
	n	平均	標準偏差	最小値	最大値	中央値	n	平均	標準偏差	最小値	最大値	中央値
買取防衛策新規導入	1668	0.1	0.2	0.0	1.0	0.0	1583	0.1	0.3	0.0	1.0	0.0
代表者の在位年数	1668	6.9	8.2	0.0	52.0	4.0	1583	8.0	8.2	1.0	53.0	5.0
時価総額(対数)	1668	10.7	1.5	7.6	16.5	10.4	1583	10.9	1.5	7.3	17.0	10.7
売上成長率(3年平均)	1668	13.6%	32.4%	-74.0%	598.8%	8.0%	1583	17.2%	43.0%	-75.4%	904.7%	10.1%
(調整後)ROA	1668	-0.5%	6.0%	-40.1%	65.2%	-1.3%	1583	-0.6%	5.7%	-38.6%	45.8%	-1.1%
機関投資家持株比率	1668	19.4%	15.9%	0.0%	74.1%	15.1%	1583	21.2%	16.3%	0.0%	74.5%	17.4%
持合比率	1668	9.0%	8.4%	0.0%	50.2%	7.3%	1583	9.0%	8.5%	0.0%	53.0%	7.1%
業種内導入率							1583	6.3%	3.8%	0.0%	25.0%	6.6%
WEB充実度	1668	51.2	7.4	0.0	79.2	50.9	1583	51.1	8.5	0.0	84.6	50.1

基本統計量	2008年					
	n	平均	標準偏差	最小値	最大値	中央値
買取防衛策新規導入	1413	0.1	0.3	0.0	1.0	0.0
代表者の在位年数	1413	9.1	8.5	2.0	54.0	6.0
時価総額(対数)	1413	10.8	1.6	7.3	17.1	10.5
売上成長率(3年平均)	1413	18.1%	38.9%	-69.7%	888.8%	11.3%
(調整後)ROA	1413	-0.6%	6.0%	-38.4%	46.1%	-1.1%
機関投資家持株比率	1413	20.7%	16.2%	0.0%	73.8%	16.4%
持合比率	1413	8.6%	8.3%	0.0%	43.7%	6.6%
業種内導入率	1413	12.2%	6.0%	0.0%	50.0%	10.9%
WEB充実度	1413	50.9	8.6	0.0	84.6	49.9

(表3 2006-2008年 基本統計量)

2006年導入決定要因 スピアマンの順位相関行列

(両側検定***1%有意, **5%有意, *10%有意)

スピアマンの順位相関行列	代表者の在位年数	時価総額(対数)	売上成長率(3年平均)	(調整後)ROA	機関投資家持株比率	持合比率	WEB充実度
代表者の在位年数	1.0000	-0.0925 ***	0.0718 ***	0.0630 **	-0.0388	0.0084	-0.0504 **
時価総額(対数)		1.0000	0.1627 ***	0.4273 ***	0.6498 ***	-0.0457	0.5733 ***
売上成長率(3年平均)			1.0000	0.4418 ***	0.2182 ***	-0.1127 ***	0.1353 ***
(調整後)ROA				1.0000	0.4453 ***	-0.1581 ***	0.2684 ***
機関投資家持株比率					1.0000	-0.0565 **	0.4888 ***
持合比率						1.0000	-0.1156 ***
WEB充実度							1.0000

2007年導入決定要因 スピアマンの順位相関行列

(両側検定***1%有意, **5%有意, *10%有意)

スピアマンの順位相関行列	代表者の在位年数	時価総額(対数)	売上成長率(3年平均)	(調整後)ROA	機関投資家持株比率	持合比率	業種内導入率	WEB充実度
代表者の在位年数	1.0000	-0.0799 ***	0.0645 **	0.0857 ***	-0.0136	0.0233	0.0406	-0.0645 **
時価総額(対数)		1.0000	0.2450 ***	0.4245 ***	0.6303 ***	-0.0273	-0.0220	0.5678 ***
売上成長率(3年平均)			1.0000	0.4199 ***	0.2675 ***	-0.0996 ***	-0.0805 ***	0.1611 ***
(調整後)ROA				1.0000	0.4210 ***	-0.1162 ***	-0.0050	0.2634 ***
機関投資家持株比率					1.0000	-0.0576 **	-0.0334	0.4515 ***
持合比率						1.0000	0.0179	-0.0975 ***
業種内導入率							1.0000	-0.0793 ***
WEB充実度								1.0000

2008年導入決定要因 スピアマンの順位相関行列

(両側検定***1%有意, **5%有意, *10%有意)

スピアマンの順位相関行列	代表者の在位年数	時価総額(対数)	売上成長率(3年平均)	(調整後)ROA	機関投資家持株比率	持合比率	業種内導入率	WEB充実度
代表者の在位年数	1.0000	-0.0782 ***	0.0723 ***	0.0780 ***	-0.0114	0.0383	0.0580 **	-0.0753 ***
時価総額(対数)		1.0000	0.2799 ***	0.4155 ***	0.6574 ***	-0.0285	-0.0498	0.5664 ***
売上成長率(3年平均)			1.0000	0.4197 ***	0.3029 ***	-0.0841 ***	-0.0804 ***	0.1817 ***
(調整後)ROA				1.0000	0.4378 ***	-0.1260 ***	0.0181	0.2403 ***
機関投資家持株比率					1.0000	-0.0553 **	-0.0541 **	0.4542 ***
持合比率						1.0000	0.1901 ***	-0.0990 ***
業種内導入率							1.0000	-0.1479 ***
WEB充実度								1.0000

(表4 スピアマンの順位相関行列)

4.5 実証分析結果

二項ロジット回帰分析結果		(両側検定:***1%有意,**5%有意,*10%有意)					
回帰式	予測符号	2006年導入		2007年導入		2008年導入	
		偏回帰係数	標準誤差	偏回帰係数	標準誤差	偏回帰係数	標準誤差
代表者の在位年数	+	0.0027	0.0151	-0.0082	0.0118	0.0183	0.0112
時価総額(対数)	-	0.0818 *	0.1161	0.0709 *	0.0849	0.0301 *	0.1010
売上高成長率(3年)	-	-0.5820	0.5846	-1.0488 **	0.4628	-0.1808	0.3878
(調整後)ROA	-	0.1805	2.5429	0.8079	1.9356	1.1059	2.1567
機関投資家持株比率	+	2.0878 **	0.9540	2.2111 ***	0.7040	1.4647 *	0.9169
持合比率	-	5.1528 ***	1.2486	5.4019 ***	0.9083	5.3145 ***	1.1009
業種内導入率	+			5.1614 **	2.0507	8.1557 ***	1.4824
WEB充実度	+	0.0412 **	0.0210	0.0114 *	0.0122	0.0268 **	0.0149
定数項		-6.9523 ***	1.1891	-4.7220 ***	0.8204	-6.2174 ***	0.9734
対数尤度		-314.9268		-503.5324		-373.9152	
Pseudo R ²		0.1837		0.1463		0.1841	
サンプル数		1,668		1,583		1,413	

(表5 二項ロジット回帰分析結果)

二項ロジット回帰分析の分析結果は「表5」の通りである。

代表者の在位年数に関しては有意な数値とならずH1の経営者保身を支持する結果とはならなかった。時価総額については、H2とは逆の結果となりこちらも経営者保身は支持されなかった。

売上高成長率やROAといった数値に3年間を通して有意な結果は見られずH3の経営者保身を支持する結果とはならなかった。業績の悪化やシェアの伸び悩みなどが買収防衛策導入の決め手にはなっていない結果となった。

機関投資家持株比率や持合比率に関して、どちらも有意にプラスの結果となった。よってH4は機関投資家持株比率の部分だけ支持される結果となった。機関投資家の持株比率が高い企業は、買収者に買い集められるリスクから導入が進んでいるものと考えられる。また、持合比率に関しては、H4を支持せず3年とも1%有意でプラスとなっており持合比率が高い企業ほど買収防衛策の導入が進んでいる結果となった。

業種内導入率に関しては、H5の通り有意なプラスの値となった。このことは、敵対的買収に関する経営者の意識が高まっていること以上に、防衛効果に疑問が残る現状を勘案すると必要以上に経営者が脅威を感じていると捉えることもできる。

さらにWEB充実度に関しても、3年間を通じて有意にプラスとなっており、H6を支持する結果となった。株主との日々のコミュニケーションを怠らない企業ほど導入しているという傾向があることも経営者保身による導入ではないことを補強する事実である。

機関投資家持株比率については、仮説を支持する結果となり経営者保身を示す特徴と言える結果となった。これは、近年外国人投資家や海外ファンドなどのアクティビストの動きが活発化し、モノ言う株主が増加してきた中で、敵対的買収が現実味を帯びてきた日本企業が濫用的買収者への対策として導入を進めてきた状況が伺える。

しかし、前節でも示した通り、日本では2005年以降わずか3年半で570社が導入しており、その背景には、敵対的買収に対する法整備や運用ルールが未整備である現状がある。そのため導入の際に、企業が少ない判例等を元に個別に対策を講じる必要がある。さらに業種内導入率が有意にプラスとなっており、他社を見ながら導入を決定する日本企業の姿が読み取れる。さらに、WEB充実度が高く株主との日々のコミュニケーションを怠らない企業ほど買収防衛策を導入しており、かつ必ずしも企業業績が低迷している企業や売上高成長率の低い企業が導入する実証結

果とはなっていない。これらを勘案すると機関投資家持株比率の高さだけでは必ずしも経営者保身とは言い切れないものと考えられる。

5. 買収防衛策導入に対する株式市場の評価

本節では、企業が導入した買収防衛策に対して株式市場はどのように評価しているのかを考察する。

5.1 仮説設定

株式市場の評価を見るにあたって下記の仮説を設定した。

H7. 買収防衛策の導入に関するリリースを行った場合に、投資家には経営者保身と映り株式市場はネガティブな評価を行う。

Jarrell and Poulsen (1987) より、「買収防衛策のリリースは、有意に株主価値を下げる結果となった。」という経営者保身仮説について日本でも同じことが言えるのかを検証する。

5.2 イベントスタディ法について

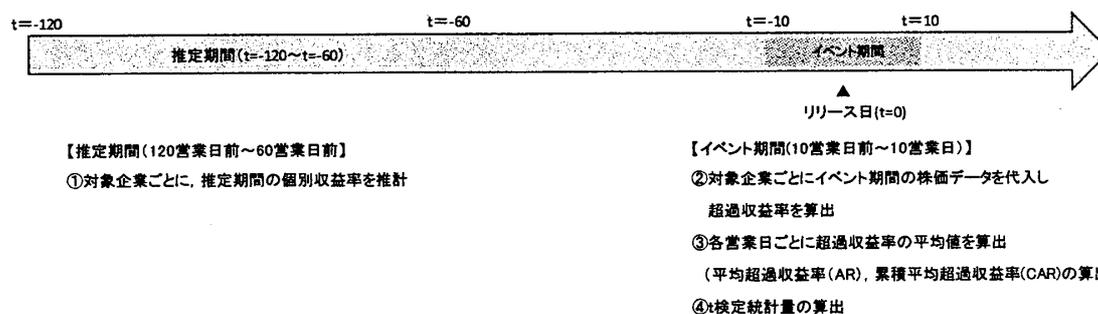
株価の収益率の変化からイベントが株価に与える影響を分析する。具体的には、イベントの影響を受けない期間（推定期間）をリリース日の 120 営業日前から 60 営業日前までの 61 営業日とし、当該企業の日次株価データより TOPIX の日次収益率と対象企業ごとの日次収益率の変動から企業ごとの α と β を推定する。企業 i の日次株価収益率 $R_{i,t}$ を市場の株価収益率 $R_{m,t}$ で説明する次の回帰モデルが推定され、企業ごとに $\hat{\alpha}$ 、 $\hat{\beta}$ を算出する。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

その後、推計式に、イベントウィンドウ（リリース日の 10 営業日前から 10 営業日後までの 21 営業日）の日次株価データを代入することで対象企業の超過収益率を算出する。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,t}$$

対象企業の超過収益率より平均超過収益率（AR : Abnormal Return）、平均累積超過収益率（CAR : Cumulative Abnormal Return）を算出する。また、算出した株式超過収益率に対して、Brown and Warner (1985) に従い t 検定統計量を算出し、イベントが株主価値に有意に影響を与えているかを分析する。



(表6 イベントスタディの timeline)

5.3 サンプルデータ

サンプルデータは、2008年1月から12月までの一年間に東証一部・二部上場(金融除く)の企業の中で、買収防衛策について導入(新規・再導入)に関するリリースを行った企業246社のうち、買収防衛策のリリースを単独で行った企業124社である。企業サンプルは、株式会社エヌジェーケーの適時開示情報分析システム(DInqs-IR)より抽出した。

5.4 イベントスタディの結果

買収防衛策のリリースは決算発表と同時に行うケースが多いため、決算発表と買収防衛策の導入を同時にリリースした企業(122社)と買収防衛策の導入のニュースのみを単独でリリースした企業(124社)に分けて実証分析を行った。特に、単独リリース企業の超過収益率を分析した結果、買収防衛策導入リリース日のCARは有意ではないもののマイナスとなった(表6)。さらに4営業日から9営業日までのCARのマイナスは、統計的にも有意なものであった。しかし、4営業日から9営業日というのは、土日祝日等も考慮すると4日間~2週間弱経過し、その間に自社株買いの開示や、決算の訂正、業績下方修正などのイベントが発生しており、それらのイベントの影響も受けていることが考えられる。

そのため、本論文では、McWilliams and Siegel(1997)に従い、最も他のイベントの影響を受ける可能性が低いと考えられるイベント日(0日)のCARを用いて株式市場の評価を判断することとした。

その結果、イベント日のCARに関して、マイナスではあるものの有意という結果とならないことから、「株式市場は、企業の買収防衛策の導入に関して必ずしもマイナスの評価をしているとは言い切れない」という結論に至った。

買収防衛策導入企業のARとCARの推移

買収防衛策単独リリース (両側検定:***1%有意、**5%有意、*10%有意)

t	AR	t値(AR)	CAR	t値(CAR)
-10	0.156%	0.7331		
-9	-0.186%	-0.8760		
-8	-0.183%	-0.8612		
-7	-0.121%	-0.5675		
-6	0.354%	1.6677*		
-5	0.357%	1.6783*		
-4	0.310%	1.4608		
-3	-0.057%	-0.2667		
-2	0.700%	3.2933***		
-1	0.497%	2.3405**		
0	-0.025%	-0.1183	-0.025%	-0.1183
1	-0.094%	-0.4404	-0.119%	-0.3950
2	0.117%	0.5512	-0.002%	-0.0043
3	-0.483%	-2.2731**	-0.485%	-1.1403
4	-0.316%	-1.4876	-0.801%	-1.6852*
5	-0.171%	-0.8027	-0.971%	-1.8661*
6	-0.195%	-0.9163	-1.166%	-2.0740**
7	-0.184%	-0.8644	-1.350%	-2.2456**
8	0.032%	0.1523	-1.317%	-2.0665**
9	-0.187%	-0.8787	-1.504%	-2.2383**
10	0.467%	2.2001**	-1.036%	-1.4707

(表7 買収防衛策単独リリース企業のARとCARの推移)

6. 結論

本論文にて、「企業は株主のためではなく経営者の自己保身のために買収防衛策を導入する」という通説が、日本企業にも当てはまるのかを実証研究した。企業の買収防衛策の導入決定要因についての実証分析と、その導入に対する株式市場側の評価に関する実証分析の両面から下記の結論を導いた。

- ① 日本における買収防衛策の導入は、経営者の自己保身のためではない。
- ② そのため株式市場は企業の買収防衛策導入のリリースに対して、ネガティブに反応しない。
- ③ これらは、海外の研究結果とは異なる日本の特徴である。

日本では2005年以降わずか3年半で570社が導入している。このハイペースな導入状況の背景には、前述の通り英国などと異なり日本の全部買付義務が濫用的買収者の排除には実質機能していない実態など、濫用的買収者から企業を守るための法整備や運用ルールが未整備であることが影響している。実証研究においても、業種内導入率が有意にプラスの結果となり、競合他社の導入状況を見ながら自社の導入を決定する日本企業の姿からも推察できる。

また、WEB充実度が高いといったIR活動に積極的な企業ほど買収防衛策を導入していることも海外の研究結果とは異なる日本の特徴である。投資家とのコミュニケーションを怠らず、投資家と企業との間にある情報の非対称性を埋める努力をしている企業が導入する傾向にあることは経営者の自己保身ではないことを補強する結果である。

さらにその一方で、企業業績が低迷している企業や売上高成長率の低い企業が導入する結果とはなっておらず、自己保身に走る日本企業の姿はここでも確認できなかった。そのため本論文では、日本企業の買収防衛策の導入は経営者の自己保身のためではないと結論付けた。むしろ、業績の向上や積極的なIR活動に努めることで機関投資家も味方につけ、濫用的買収者による敵対的買収への自衛を強化している姿勢を感じた。

また、買収防衛策の導入に対する株式市場の評価に関する実証研究からも、企業の導入に関するリリース日のCARが有意にマイナスとならなかった。このことから「企業の買収防衛策の導入に関するリリースに対して株式市場はネガティブに反応していない」ことを指摘した。このことは、日本企業の買収防衛策の導入が、経営者の自己保身のためではないと株式市場も評価していると読み取ることができる。

(謝辞)

本論文は2010年度日本管理会計学会全国大会における自由論題報告を加筆・修正したものである。本論文の作成にあたり、辻正雄先生（早稲田大学）、宮島英昭先生（早稲田大学）、奥村雅史先生（早稲田大学）、坂野友昭先生（早稲田大学）から示唆に富む意見・アドバイスをいただいた。さらに、2名の匿名のレフェリーの先生からも示唆に富むご意見・論文の構成や表現方法等に至るまで貴重なご指摘をいただいた。ここに記して感謝申し上げます。勿論、本論文に残された誤りは全て筆者の責に帰すべきものである。

(脚注)

- 1 蟻川靖浩・光定洋介 (2008) 「日本企業の買収防衛策導入と株主価値への影響」, 企業統治分析のフロンティア, 日本評論社 168 ページ参照
- 2 吉富優子(2009)「買収防衛策の導入状況. 2.」マール, 2009年8月号参照
- 3 株主価値増大仮説のもとでは, 経営者は株主の価値を守るために買収防衛策の導入を行うと考える。つまり, 買収防衛策導入は買収者との買収プレミアム交渉に関して強力な交渉力を与えると考えられ, 株主価値にプラスの効果をもたらす効果を持つと考える。Heron and Lie (2006) は, 敵対的な買収提案が起こった 526 企業をサンプルとして買収防衛策の導入による株主価値へのインパクトを研究した。具体的には, 買収が成功したケースと失敗したケース, 被買収企業が買収防衛策を導入していたケースと導入していなかったケースなどケース分けを行い, それぞれのケースについて買収防衛策の株主価値への影響を分析した。結果として, 買収防衛策を導入しているケースにおいて, 株主がより高い買収プレミアムを得ていることを指摘した。
- 4 私的情報開示仮説は, 買収防衛策の株価効果は, 買収防衛策導入がアナウンスされることにより, 買収防衛策それ自体が株価に影響を与えるのではなく, その背景にあるシグナルが株価を変動させると考えるものである。Comment and Schwert (1995) は, 買収防衛策導入の株主価値への影響に関する仮説として, 経営者保身仮説と株主価値増大仮説をあげ, さらに私的情報開示仮説を導いた。1983年から1991年までの間に導入された1,577件のポイズンピルを対象に研究を行った。買収防衛策の導入により, 投資家が将来に買収される可能性を低めていると判断した場合には, 株価にマイナスの影響を与えると指摘した。一方で, 投資家が将来買収される可能性があると判断した場合には, 買収防衛策の導入が交渉力を高めるため株価にプラスの影響を与えると指摘した。
- 5 英国では, 買収者が議決権の 30%以上取得した場合は, 残り全部の株式を (原則として現金で) 買い付けなければならない「全部買付義務」という濫用的買収者を排除する法整備がある。日本でも 2006 年 12 月の金融証券取引法改正にて, 買収者の株券等所有割合が 3分の2以上の場合にのみ全部買付義務が生じるという法改正がなされた。しかし, 議決権が 50%超 3分の2未満の買収者にはこのルールが適用されないなど, 日本の全部買付義務は濫用的買収者の排除には実質機能していない。そのような状況で, 2005年以降わずか3年半の間に570社(2008年12月末時点)が買収防衛策を導入しており, 導入の決定は同一業種内の競合他社の導入状況に左右される可能性がある。
- 6 宮島・原村・稲垣(2003)では, 企業統治改革の積極性を示す指標(Corporate Governance Score, 以下CGS)と上場企業の財務データを用いて, コーポレート・ガバナンス改革と財務パフォーマンスに関する実証分析を行った。結果としては, CGSと企業業績(トービンのq及びROA)の間には有意な正の関係があり, コーポレート・ガバナンス改革は日本企業のパフォーマンス向上に寄与していることを実証した。特に情報公開(IR活動)が, 株主と企業経営者の間に存在するエージェンシー問題を和らげ, 企業経営者の緊張感を高め, 企業業績の向上に影響を与えていることが分かった。
- 7 外れ値を除いて実証分析を行っても実証分析結果に大きな差が出なかったため, 外れ値も含めた全てのデータを投入して実証分析を行っている。2006年の業種内導入率は, 前年(2005年)の買収防衛策の導入企業数が全体で29社と少ないため指標として使用していない。

(参考文献)

- 新井富雄. 2007. 『検証・日本の敵対的買収』日本経済研究センター.
- Arikawa, Y. and Y. Mitsusada .2008. The Adoption of poison pills and managerial entrenchment: evidence from Japan, *RIETI Discussion Paper Series* 08-E-006.
- 蟻川靖浩・光定洋介. 2008. 「日本企業の買収防衛策導入と株主価値への影響」, 『企業統治分析のフロンティア』日本評論社165-184.
- Brown, S.J. and J. B. Warner .1985. Using daily stock returns the case of event studies, *Journal of Financial Economics* 14 . 3-31.
- Comment, R. and W. Schwert .1995. Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures, *Journal of Financial Economics* 39(1),3-43.
- Davis G. and H. Greve .1997. Corporate elite networks and governance changes in the 1980s, *The American Journal of Sociology* 103(1), 1-37.
- Davis, G. and S. 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(4), 605-633.
- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick .2003. Corporate governance and equity prices, *The quarterly journal of economics* 118, 107-155.
- Heron, R.A. and E. Lie .2006. On the use of poison pills and defensive payouts by takeover targets, *The Journal of Business* 79(4).
- 広瀬純夫・藤田友敬・柳川範之.2007.「買収防衛策導入の業績情報効果：2005年日本のケース2005」CIRJE ディスカッションペーパー, CJ-182.
- Jarrell, G.A. and A.B. Poulsen .1987. Shark repellents and stock prices : The effects of antitakeover amendments since 1980, *Journal of Financial Economics* 19(1), 127-168.
- 神田秀樹監修.2005.「敵対的買収防衛策～企業社会における公正なルール形成を目指して～」財団法人経済産業調査会.
- McWilliams, A. and D. Siegel .1997. Event studies in management research: theoretical and empirical issues, *Academy of Management Journal* 40(3), 626-657.
- 光定洋介・蜂谷豊彦.2009.「株主構成と株式超過収益率の検証 - 市場志向的ガバナンスのわが国における有効性」証券アナリストジャーナル2009年1月号, 51-65.
- 宮島英昭・原村健二・稲垣健一.2003.「進展するコーポレート・ガバナンス改革をいかに理解するか: CGS. コーポレート・ガバナンス・スコアによる分析」財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」2003年12月号.
- 岡田克彦・窪井悟.2007.「日本企業の敵対的買収防衛策：買収防衛策の導入は企業価値を毀損するか」ファイナンス学会報告論文.
- 岡田克彦.2008.「日本企業の敵対的買収防衛策導入と経営者エンタレチメント」証券経済学会年報, 第43号93-98.
- 重本洋一.2008.「買収防衛策（ポイズン・ピル）導入の株主価値に対する影響：2007年日本のケース」広島経済大学経済研究論集 31, 3, 139-169.
- 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫 .2007. 「買収防衛策導入の動機経営保身仮説の検証」RIETI Discussion Paper Series
- 田中亘.2007.「買収防衛策の法と実務：分析と考察」内閣府M&A研究会, 1-27.
- 胥 鵬.2006.「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」RIETI Discussion Paper Series, 06-J-008.
- 吉富優子.2009.「買収防衛策の導入状況. 2.」マール2009年8月号.