

日本における敵対的買収防衛策導入の特徴

——防衛策導入の初期の状況

広瀬 純夫

(信州大学講師)

本論文では、2005年および2006年に敵対的買収防衛策を導入した企業を対象に株価イベント・スタディとプロビット分析を行い、防衛策導入企業の特徴についての分析を行った。買収防衛策導入の取締役会決議のタイミングでの株価変化には、2005年の場合、有意な負の超過収益率が確認される。一方、2006年には有意な超過収益率は確認できない。また、プロビット分析の結果によれば、防衛策導入企業は2005年、2006年ともに安定持株比率が低い傾向にある。ただし、2005年導入企業の場合、この点以外に明確な傾向を確認できない。一方で、2006年導入企業では、株式時価総額が正で、また、簿価総資産残高およびSimple Qが負で、それぞれ防衛策導入の決定と有意な関係があることが確認された。したがって、2005年に関しては、財務データ等、市場参加者が入手可能な情報から防衛策導入の動向を予測することができず、導入の決議自体が新たな情報提供の役割を果たし、有意な株価変化が生じていた可能性がある。他方、2006年に関しては、防衛策導入の動向が市場参加者の予想の範囲内であり、導入決議時に有意な超過収益率を確認することができなくなった可能性がある。

目次

- I はじめに
- II 日本での先行研究
- III 日次株価データによるイベント・スタディ
- IV プロビット分析
- V まとめ

I はじめに

2005年は、ニッポン放送の経営権を巡るライブドアとフジテレビによる攻防で幕を開け、企業買収に関する話題が大きな注目を浴び始めることとなった。その後も、2006年夏には、王子製紙による北越製紙に対するTOBなど、積極的に企業買収を狙う動きが相次いでいる。企業買収が積極化してきた背景の一つには、2006年施行の会社法の中で合併等対価の柔軟化が図られるなど¹⁾、法制度面で機動的な組織再編実現を目指す改革が

行われ、企業買収を活発化させる土壌づくりが着々と進行してきたことがある。

企業再編の制度整備が進められる一方で、企業側が講じる買収防衛策に関する制度的基盤も整備されてきた。たとえば、新株予約権という概念が、2001年11月の商法改正で導入された。従来は、ストック・オプション、CB、ワラントの場合のみに限定されていた株式のコール・オプション発行だが、この改正により、一般的にコール・オプションを発行することが可能になった。これにより、新株予約権を用いた買収防衛策のスキームを考えることができるようになった。さらに、経済産業省経済産業政策局長の私的研究会「企業価値研究会」が、2005年5月27日、「企業価値・株主共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」を公表し、買収防衛策導入に関する“3つの原則”を提示した²⁾。この指針は、法的拘束力はないものの実際の影響は大きく、防衛策のスキ-

ムを考える上で重要なポイントとなった。

こうした法制度面の環境変化と、敵対的買収の可能性が現実味を増してきたことを背景にして、2005年の5月、6月には、事前警告型と呼ばれる防衛策を採択したり、信託形態を用いた新株予約権スキームの防衛策を株主総会に付議したりする上場企業が相次いだ。その後、2006年には、相当数の企業が防衛策の導入を図っている。

La Porta, *et al.* (1998) が指摘するように、株主の権利保護に関する環境の違いは、企業の資金調達に無視しえない影響を及ぼす。ただし、買収防衛策導入が企業価値へ及ぼす影響については、1980年代以降、米国で膨大な研究がなされてきたものの、意見は分かれている³⁾。

企業金融の基本的な考えからすれば、敵対的買収が生じる可能性自体は、経営者に適切な規律づけを与えるという観点から、株主利益にプラスの効果があると考えられる⁴⁾。したがって、敵対的買収の可能性を減じる買収防衛策の導入は経営者への規律づけ効果を低下させ、経営者の裁量の範囲を増すため、対株主でのモラル・ハザードをもたらすマイナスの面が生じる恐れがある。

一方で、敵対的買収の可能性を低下させることは、経営者に安定的な経営の保証を与え、企業特殊の人的投資を促すなどプラスの効果をもたらす可能性もある⁵⁾。あるいは、買収が起こった際、買収者に対する既存株主の交渉力を増加させるという点でも、既存株主にとって有利な側面もある⁶⁾。

このような多様な可能性がある中で、実証結果も様々な見方が示されている。たとえば、Gompers, Ishii and Metrick (2003) は、米国企業を対象に1990～1999年のデータを用いた分析を行い、株主の利益を保護する定款規定を多く持つ企業のほうが、統計的に有意に高い株価リターンがもたらされていることを確認している。つまり、買収防衛策を多く持つような企業は、相対的に低い株価リターンを経験している。一方、Core, Guay and Rusticus (2006) は、2000～2003年でのデータを用いて同様の分析を行い、強いガバナンス構造を有する企業、すなわち、株主をより保護する企業のほうが、相対的に低い株価リターンを経験して

いるという逆の結果をもたらしている。このように、買収防衛策導入の効果については、実証分析でも明らかになっていない。

このほか、米国において、州法レベルで敵対的買収を抑制するための立法措置がなされていることに着目した Bertrand and Mullainathan (2003) の分析によれば、立法措置がなされた州の企業は、ホワイトカラー労働者の賃金が上昇する一方で、古くなった設備の廃止や新規の設備投資が消極化するなど投資活動に積極性を欠く傾向にあることを明らかにしている。その結果、立法措置後に全要素生産性が低下し、資本収益率が1%も低下していることを確認している。

II 日本での先行研究

日本の場合、買収防衛策の導入が始まったのは2005年になってからである。最近になって、ようやく実証分析の実施が可能となるだけのサンプル数を確保できるようになってきたことを受け、日本における買収防衛策導入に関するいくつかの実証研究の結果が出始めてきている。広瀬・藤田・柳川 (2007) では、2005年導入企業、2006年導入企業それぞれについて、防衛策導入決議時の株価イベント・スタディを行い、さらに、導入があった年度の業績パフォーマンスに関する財務データを用いたイベント・スタディを実施している⁷⁾。その結果、2005年に防衛策を導入した企業は、防衛策導入の取締役会決議時に有意な負の超過収益率を経験し、かつ、導入決議時の株価への負の影響と一致するような格好で、導入した2005年度に業績パフォーマンスは悪化している。一方で、2006年に導入した企業の場合、株価、2006年度の業績パフォーマンスともに有意な変化を確認できない。

岡田・窪井 (2007) は、ライツ・プラン、事前警告型といった明示的な防衛策導入を対象に、株価イベント・スタディおよび業績パフォーマンスに関するイベント・スタディによる分析を行ったが、株価、業績ともに明確な影響を見出せないという結果である⁸⁾。

Arikawa and Mitsusada (2007) は、2005年4

月～2006年5月までのライツ・プラン，事前警告型といった明示的な防衛策導入を対象に分析を行い，株価に有意な負の影響を確認している。さらに，CEOの在位年数が長いほど，かつCEOの持株数が少ないほど，買収防衛策を導入する傾向にあることを明らかにしている。

さらに，滝澤・鶴・細野（2007）は，防衛策を導入する企業の特徴についてプロビット分析を行い，①社齢が長い企業，役員持株比率が低い企業，持合株式比率が高い企業ほど防衛策を導入する傾向にあること，そして②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，防衛策を導入する傾向にあることを確認している。

以下では，買収防衛策の導入が企業価値へ及ぼす影響を検討するため，まずⅢで，広瀬・藤田・柳川（2007）による株価イベント・スタディの結果から，防衛策導入に対する株式市場の評価について紹介する。その上で，Ⅳでは，防衛策導入企業の特性についてプロビット分析での検証を行い，防衛策導入決議時の株価変化をもたらした要因を検討する。

分析結果を簡単にまとめると，プロビット分析の結果，2005年，2006年，いずれの場合も，安定持株比率が低く買収の危険性が高いと考えられる企業が，防衛策を導入する傾向にある。ただし，2005年の場合，安定持株比率以外に防衛策導入に強く関係する指標を見出すことができない。一方で，2006年導入企業では，株式時価総額が正で，また，簿価総資産残高およびSimple Qが負で，それぞれ防衛策導入の決定と有意な関係があることが確認された。したがって，2005年に関しては，財務データ等，市場参加者が入手可能な情報からは防衛策導入の動向を予測することができず，導入の決議自体が，新たな情報提供の役割を果たしていた可能性がある。この結果，防衛策導入の決議があった際に株価に有意な変化が生じたものと考えられる。他方，2006年に関しては，防衛策導入の動向が市場参加者の予想の範囲内であったために，防衛策導入自体が新たな情報の供給にはならず，導入決議時に有意な超過収益率を確認することができなくなったものと考えられる。

Ⅲ 日次株価データによるイベント・スタディ⁹⁾

1 2005年導入企業に関する分析

日次の株価変化率の動向についてのイベント・スタディでは，株価に何らかの影響を及ぼす可能性がある出来事（イベント：本論文では防衛策導入の取締役会決議）が生じた日の超過収益率（実際に観察された収益率から，イベントが生じなかった場合に予想される期待収益率を差し引いたもの）が，イベント発生前の株価推移から見て有意に大きければ，対象イベントが企業価値に影響を与えていると判断する。これは，市場が合理的であれば，イベントの影響が即座に株価に反映されることを前提としている¹⁰⁾。

本研究では，超過収益率の算出に必要な期待収益率を特定するモデルとして，各銘柄の収益率をマーケット・インデックスの収益率と線形的に関連づけているマーケット・モデルを用いた。マーケット・インデックスとしては，TOPIXを用いた¹¹⁾。

分析対象とするイベントは，2005年の買収防衛策に関連する取締役会決議である。サンプル企業は，2005年の3月～6月までに，買収防衛策導入に関する取締役会決議の公表を行った企業，あるいは買収防衛策に関連すると思われる定款変更の取締役会決議の公表を行った企業のうち，イベント・スタディを行う上で必要な株価データを入手できた99社である。サンプル企業の中で，信託型ライツ・プランや事前警告型といった明示的な買収防衛策の導入を公表したケースは17社に過ぎない。残る82社は，買収防衛策に関する定款変更の公表を行ったものである。

分析対象とした取締役会決議に関する情報は，旬刊『商事法務』編集部の協力により収集した。また，イベント・スタディで用いた日次株価データおよびサンプル企業の財務データは，野村総合研究所によるものである。なお，財務指標に関する数値は単体のデータであり，買収防衛策に関する公表があった直前の決算期のもを用いている。なお，取締役会決議に関する情報は，決議日当日，

遅くとも翌日には市場に反映されていると考えることができる。したがって、以下では、主にイベント日の当日および翌日の2日間の超過収益率に着目して、議論を進めていくこととする。

2005年に何らかの買収防衛策導入に関する公表を行った全サンプル99企業を対象にイベント・スタディを行った結果が、表1である。公表日当日および翌日の2日間の場合(表中の(0,+1)の行)、平均超過収益率は-1.244%、 θ 値¹²⁾は-4.803となり、1%水準で、マイナスで有意である。つまり、市場は買収防衛策の導入を企業価値にとってマイナスだと評価していることになる。

表1 2005年導入企業に関する株価イベント・スタディ

	超過収益率 (%)	θ 値
(-1)	0.201	1.065
(0)	-0.447	-2.539**
(+1)	-0.797	-4.253***
(-1, 0)	-0.247	-1.042
(0, +1)	-1.244	-4.803***
(-1, +1)	-1.043	-3.306***

サンプル数 99 件

θ 値は、**の場合 5%水準で、***の場合 1%水準で、それぞれ有意である。

- (-1) : 公表日前日
- (0) : 公表日当日
- (+1) : 公表日翌日
- (-1, 0) : 公表日前日および当日の2日間
- (0, +1) : 公表日当日および翌日の2日間
- (-1, +1) : 公表日前日から翌日の3日間

前述のように、理論的に様々な防衛策導入の動機が考えられるとすれば、企業の特성에応じて、防衛策導入に対する株式市場の反応も異なる可能性がある。つまり、防衛策導入が好ましい企業と好ましくない企業とを区別して評価しているかも

しれない。そこで、まず着目した指標が、Simple Qである。

Simple Qは、トービンのQを簡易的に算出したものであり、企業経営の効率性の尺度として捉えることができる。算出は下記の通りである。

$$\text{Simple Q} = \frac{(\text{株式時価総額}) + (\text{簿価負債総額})}{(\text{簿価総資産総額})}$$

Simple Qが1を上回っていれば、株式市場は当該企業の価値を、保有する総資産の簿価価値以上に評価していると解釈できる。逆に、1を下回っていれば、当該企業の経営者は、保有資産を十分に有効活用していないと判断している可能性がある。したがって、Simple Qが1を下回る企業の場合、買収して経営陣を交代させて効率性を改善すれば、大きなキャピタルゲインを得られる可能性がある。こうした企業が買収防衛策を導入した場合、効率性改善の可能性が低下し、株主にとっては好ましくないかもしれない。

表2は、Simple Qの値が1以上か1未満かによってサンプルを分類した分析の結果である。公表日当日および翌日の2日間で見ると、Simple Qが1以上の78件では、平均超過収益率は-1.220%、 θ 値は-3.746となり、1%水準で、マイナスで有意である。一方、Simple Qが1未満の21件の場合でも、平均超過収益率は-1.333%、 θ 値は-3.208となり、同様に1%水準で、マイナスで有意である。つまり、市場参加者は、Simple Qの水準に関係なく、買収防衛策の導入は企業価値を損なう恐れがあると判断しているように見受けられる。

この他、買収防衛策導入の是非が企業価値に影

表2 2005年導入企業をSimpleQの水準で分類した株価イベント・スタディ

	SimpleQ 1以上 78 件		SimpleQ 1未満 21 件	
	超過収益率 (%)	θ 値	超過収益率 (%)	θ 値
(-1)	0.419	2.227**	-0.613	-1.978*
(0)	-0.437	-1.772*	-0.486	-2.096**
(+1)	-0.783	-3.525***	-0.847	-2.441**
(-1, 0)	-0.017	0.321	-1.099	-2.881***
(0, +1)	-1.220	-3.746***	-1.333	-3.208***
(-1, +1)	-0.800	-1.773*	-1.946	-3.762***

θ 値は、**の場合 5%水準で、***の場合 1%水準で、それぞれ有意である。

響する要因として、株主構成が考えられる。敵対的買収を未然に防止する一つの策は、友好的な安定株主に発行済み株式の一定割合以上を保有してもらうことである。したがって、発行済み株式に対する安定持株比率が高い企業と低い企業では、買収防衛策導入の効果は異なる可能性がある。そこで、本研究では、Russell/Nomura 日本株インデックスに採用されている銘柄について、Russell/Nomura による安定持株比率のデータを用いた分類を行った。

表3は、安定持株比率50%を境にサンプルを分類したケースである。この場合、公表日当日および翌日の2日間で見ると、安定持株比率が50%以上、50%未満双方のケースで、1%水準で有意な負の平均超過収益率が確認され、やはり、サブ・サンプル間の明確な差異を見出せない¹³⁾。

この他、買収防衛策導入の影響の差異をもたらす要因として、負債契約の規律づけ機能に着目した自己資本比率¹⁴⁾、フリーキャッシュ・フロー仮説を考慮した流動性保有比率¹⁵⁾、経営者による人的企業特殊投資の影響について考えた無形固定資産比率と直近5年間平均研究開発費対売上高比率¹⁶⁾についても、それぞれ指標の水準によってサンプルを分けた分析を試みた。残念ながら、いずれのケースでも、公表日当日および翌日の2日間で見えた場合、指標のレベルにかかわらず、有意な負の平均超過収益率が確認される。すなわち、企業特性の違いによって、防衛策導入に対する市場の評価に差異があることを確認できなかった。

2 2006年買収防衛策導入ケース

防衛策導入に対する株式市場の反応について、2006年になって導入を図ったケース60件を対象とした分析結果をまとめたものが、表4である¹⁷⁾。2006年導入企業の場合、公表日当日および翌日の2日間の累積平均超過収益率の符号はプラスだが、統計的には、有意にゼロから乖離していない。このため、防衛策導入の株価への影響を見出すことは出来ない。2005年の場合、企業特性にかかわらず、有意な株価低下を経験したことは、2006年はまったく異なる傾向を示している。

表4 2006年導入企業に関する株価イベント・スタディ

	超過収益率(%)	θ 値
(-1)	-0.211	0.078
(0)	0.210	0.405
(+1)	-0.201	-0.570
(-1, 0)	-0.001	0.342
(0, +1)	0.009	-0.116
(-1, +1)	-0.202	-0.050

サンプル数 60 件

θ 値は、**の場合 5%水準で、***の場合 1%水準で、それぞれ有意である。

このような傾向の違いは、Simple Q の水準に応じてサンプル企業を分類した分析からも確認できる。表5は、2006年になって導入を図った企業について、Simple Q の値が1以上か1未満かによって分類した分析の結果である。これによれば、Simple Q の値の高低にかかわらず、有意な株価変化を確認できない。つまり、2006年に何らかの買収防衛策を導入した企業の場合、株式市場の反応は導入に対して中立的だということになる。

表3 2005年導入企業を安定持株比率の水準で分類した株価イベント・スタディ

50%未満 69 件		50%以上 14 件		
超過収益率(%)	θ 値	超過収益率(%)	θ 値	
(-1)	0.050	0.651	-0.174	-0.427
(0)	-0.637	-3.130***	-0.320	-0.710
(+1)	-0.739	-3.318***	-1.523	-2.985***
(-1, 0)	-0.586	-1.753*	-0.495	-0.804
(0, +1)	-1.376	-4.560***	-1.844	-2.612***
(-1, +1)	-1.325	-3.347***	-2.018	-2.380**

θ 値は、**の場合 5%水準で、***の場合 1%水準で、それぞれ有意である。

表5 2006年導入企業をSimpleQの水準で分類した株価イベント・スタディ

	SimpleQ 1以上 53件		SimpleQ 1未満 7件	
	超過収益率(%)	θ 値	超過収益率(%)	θ 値
(-1)	-0.217	0.127	-0.162	-0.119
(0)	0.231	0.454	0.051	-0.062
(+1)	-0.180	-0.335	-0.359	-0.747
(-1, 0)	0.014	0.411	-0.111	-0.128
(0, +1)	0.051	0.084	-0.308	-0.572
(-1, +1)	-0.166	0.142	-0.470	-0.536

θ 値は、**の場合5%水準で、***の場合1%水準で、それぞれ有意である。

以上の株価イベント・スタディによる分析から、2つの点が確認された。まず、2005年の防衛策導入は、企業価値にマイナスの影響をもたらすニュースとして認識されている一方、2006年では、株価に影響を及ぼすようなイベントとしては認識されていない。その上で、2005年、2006年、それぞれの年だけを見れば、いずれの場合も、防衛策の導入という動きに対して、株式市場は一律の反応を示している。すなわち、財務データなど市場参加者が入手できる情報を基にして、防衛策導入企業の特徴の違いに応じて異なる評価を下しているわけではない。そこで、次に、プロビット分析を用いて、防衛策導入を行っていない企業との比較を行うことで防衛策導入企業の特徴を検証した上で、改めて上記の2点について、検討を行ってみたい。

IV プロビット分析

プロビット分析では、安定持株比率のデータはRussell/Nomura日本株インデックスのデータから、経営者持株数に関するデータは日経 Needs Financial Questのデータから、その他の指標については野村総合研究所のデータからそれぞれ入手した。このため、それぞれのデータベースで必要な情報が得られた企業を分析対象としている¹⁸⁾。2005年と2006年とを別々に推計したが、双方で防衛策導入企業のサンプル抽出基準が異なる。2005年については、株価イベント・スタディの場合と同様に買収防衛策に関する定款変更を含めている。一方、2006年については、事前警告型ないしライツ・プランのいずれかを導入したケース

のみである。2006年の場合、資料版『商事法務』に掲載されていた企業をサンプルとしている¹⁹⁾。また、2006年の推計では、すでに2005年に防衛策を導入した企業は、サンプルから除いてある。

まず、2005年についての推計結果をまとめたものが表6である。2005年に導入した企業については、安定持株比率が低いという傾向を確認できた以外には、明確な特徴を見出すことができない²⁰⁾。つまり、2005年の防衛策導入については、財務データなど市場参加者が利用可能な情報からあらかじめ導入企業を予想することは困難だった可能性がある。したがって、防衛策導入の事実自体が市場参加者には“驚き”として捉えられ、新たな情報供給の役割を果たしていた可能性がある。この結果、防衛策導入決議のタイミングで、有意に負の超過収益率が生じていたと考えることができる。

たとえば、広瀬・藤田・柳川(2007)は、防衛策導入決議時の負の超過収益率と2005年度の業績パフォーマンスとを関連づけて、以下のような解釈を示している。広瀬・藤田・柳川(2007)では、2005年に買収防衛策を導入した企業に対して、防衛策導入の後にはどのようなパフォーマンス変化を経験しているのかを検証するため、防衛策が導入された2005年度の業績パフォーマンスについて、Barber and Lyon(1996)の手法による財務データを用いたイベント・スタディを実施している。そして、コントロール・ファームとの比較で、有意に業績パフォーマンスが悪いとの結果が得られている。このことから、業績悪化に関する経営者の私的情報が、防衛策導入の動機になった可能性を指摘している。たとえば、市場にはま

表6 Probit 推計結果 2005年

	P 値		P 値		P 値		P 値	
定数項	-7.431**	[.027]	-5.187**	[.045]	-5.453***	[.008]	-5.305***	[.008]
	(3.350)		(2.591)		(2.041)		(2.010)	
安定持株比率	-0.018***	[.007]	-0.011*	[.052]	-0.015***	[.002]	-0.014***	[.001]
	(0.007)		(0.006)		(0.005)		(0.004)	
株式時価総額 (対数変換値)	0.257	[.265]	0.061	[.699]	0.243**	[.050]	0.228*	[.055]
	(0.230)		(0.158)		(0.124)		(0.119)	
簿価総資産残高 (対数変換値)	-0.095	[.683]	0.076	[.632]	-0.147	[.215]	-0.138	[.236]
	(0.233)		(0.158)		(0.118)		(0.117)	
負債比率			-0.329	[.365]	-0.113	[.734]	-0.101	[.761]
			(0.363)		(0.333)		(0.331)	
有利子負債/簿価総資産	-0.000	[.416]						
	(0.000)							
外国人持株比率	-0.258	[.770]	0.085	[.909]	-0.282	[.673]		
	(0.883)		(0.740)		(0.669)			
従業員平均年齢	0.040*	[.084]	0.037*	[.059]				
	(0.023)		(0.020)					
個人持株比率	-0.033	[.963]	0.684	[.249]	0.173	[.706]	0.258	[.531]
	(0.717)		(0.593)		(0.458)		(0.412)	
金融機関持株比率	-0.339	[.622]	0.390	[.515]	0.634	[.249]	0.694	[.193]
	(0.688)		(0.599)		(0.550)		(0.533)	
Simple Q	-0.000	[.477]	0.000	[.676]	-0.000	[.354]	-0.000	[.358]
	(0.000)		(0.000)		(0.000)		(0.000)	
ROA (税引前利益/簿価総資産)	0.609	[.551]	1.811	[.132]	1.160	[.250]	1.112	[.266]
	(1.021)		(1.202)		(1.009)		(1.000)	
経営者持株比率	0.024	[.986]	-1.270	[.299]				
	(1.355)		(1.223)					
サンプル数	988		1223		1432		1432	
導入企業数	68		86		93		93	
Scaled R-squared	0.039		0.035		0.028		0.028	
Log likelihood	-228.717		-290.007		-324.598		-324.688	

注：括弧内は標準誤差。

各係数は、*の場合10%水準で、**の場合5%水準で、***の場合1%水準で、それぞれ有意である。

知られていない業績悪化の可能性があった場合、経営者は業績悪化によって将来の敵対的買収の可能性が拡大することを恐れて、買収防衛策を導入するインセンティブを持つことになる。よって市場側がこのようなインセンティブを理解していたならば、防衛策導入を決定した経営者の行動から、そのような予想していなかった業績悪化の可能性を読み取り、株価に有意な負のインパクトが生じたと考えることができる。

このように、防衛策導入以前に市場が把握していた情報以外の要因が、防衛策導入の動機となっていたために、防衛策の導入が新たな情報供給の役割を果たし、導入決議の際に有意な超過収益率を確認できたものと解釈できる。

一方で、2006年に関する推計結果をまとめたものが、表7である。2006年に導入した企業についても、2005年と同様に安定持株比率が低い企業が防衛策導入を行う傾向にある。ただし、2005年とは異なり、安定持株比率以外にも幾つ

かの明確な傾向を確認することができる。まず、経営の効率性の指標として、Simple Qの値が低いほど導入する傾向にある。ただし、簿価総資産残高については負で有意、株式時価総額については正で有意となっているため、企業規模自体は大きくないものの、株式時価総額が比較的高い企業の中で、Simple Qが低い企業ということになる。さらに、個人持株比率や、金融機関持株比率が高い企業ほど導入する傾向にあることも、安定持株比率に関する結果と同様に、買収の脅威が大きい企業ほど導入する傾向にあることを示していると解釈することができる。

このように、2006年に関しては、市場参加者が利用できる情報から、防衛策導入の動向を市場参加者がいる程度予想することが可能であった可能性がある。このため、導入決議時に有意な超過収益率を確認することができなくなったものと考えられる。つまり、2006年の場合、防衛策の導入によって新たな情報が供給されることはなかつ

表7 Probit 推計結果 2006年

	P 値		P 値		P 値		P 値	
定数項	-14.355***	[.004]	-7.547**	[.031]	-7.434 ***	[.008]	-7.079 ***	[.010]
	(5.051)		(3.504)		(2.794)		(2.756)	
安定持株比率	-0.016**	[.019]	-0.014**	[.016]	-0.021 ***	[.000]	-0.019 ***	[.000]
	(0.007)		(0.006)		(0.005)		(0.005)	
株式時価総額(対数変換値)	0.863**	[.017]	0.409*	[.083]	0.459 **	[.013]	0.419 **	[.020]
	(0.363)		(0.235)		(0.186)		(0.180)	
簿価総資産残高(対数変換値)	-0.734**	[.043]	-0.396*	[.092]	-0.458 **	[.011]	-0.440 **	[.013]
	(0.363)		(0.235)		(0.180)		(0.177)	
負債比率			-0.322	[.399]	-0.344	[.332]	-0.270	[.436]
			(0.382)		(0.355)		(0.346)	
有利子負債/簿価総資産	-0.000	[.266]						
	(0.000)							
外国人持株比率	-1.115	[.301]	-0.291	[.741]	-0.836	[.302]		
	(1.078)		(0.879)		(0.810)			
従業員平均年齢	-0.006	[.812]	-0.000	[.986]				
	(0.025)		(0.021)					
個人持株比率	1.287	[.119]	1.715**	[.012]	0.919	[.103]	1.232 **	[.011]
	(0.826)		(0.679)		(0.563)		(0.482)	
金融機関持株比率	2.133***	[.005]	2.388***	[.000]	2.254 ***	[.000]	2.492 ***	[.000]
	(0.767)		(0.679)		(0.642)		(0.610)	
Simple Q	-0.000*	[.081]	-0.000	[.277]	-0.000 **	[.042]	-0.000 **	[.043]
	(0.000)		(0.000)		(0.000)		(0.000)	
ROA(税引前利益/簿価総資産)	1.528	[.325]	-0.158	[.867]	-0.330	[.714]	-0.426	[.626]
	(1.553)		(0.947)		(0.900)		(0.875)	
経営者持株比率	-2.295	[.215]	-2.780*	[.056]				
	(1.850)		(1.453)					
サンプル数	958		1207		1444		1444	
導入企業数	57		75		78		78	
Scaled R-squared	0.054		0.052		0.050		0.049	
Log likelihood	-191.164		-250.812		-268.666		-269.213	

注：括弧内は標準誤差。

各係数は、*の場合10%水準で、**の場合5%水準で、***の場合1%水準で、それぞれ有意である。

推計に際しては、2005年に防衛策を導入した企業はサンプルから除いた。

たと考えられる²¹⁾。

V まとめ

以上の分析結果から、2005年の防衛策導入については、通常考えられるものとは異なる動機があった可能性がある。これは、2005年が日本における買収防衛策導入の初めての経験だったことが影響している可能性がある。2005年は、3月のニッポン放送事件をはじめとして、買収防衛策導入に対する司法の判断が出始めた過渡期であったことに加え、行政サイドでも企業価値研究会の指針が示されるなど、買収防衛策の適正さに関する判断基準の輪郭が徐々に形成されてきた時期である²²⁾。それだけに、導入を検討する経営者側の意思も、通常とは異なったものとなり、たとえば、広瀬・藤田・柳川(2007)が指摘するような動機から、防衛策の導入が行われた可能性もある。

これに対し、2006年には買収防衛策に対する

評価も安定してきたことが、本研究の分析結果に反映されているとも考えられる。とはいえ、日本における買収防衛策の導入は始まったばかりであり、まだ十分な実証研究がなされたとは言いがたい。しかも、敵対的買収については各国それぞれで法律や制度に違いがあるため、米国での実証分析の結果をそのまま日本にあてはめて考えることには問題がある²³⁾。さらに、防衛策導入によるモラル・ハザードやエントレンチメントの影響が、実際の企業の業績パフォーマンスに現れるまでには、一定の時間の経過を待って実証分析を行う必要があるだろう。防衛策の導入が増えたとはいえ、その数は東証上場企業の1割程度にとどまっている。防衛策導入を図る経営者の動機は何か、防衛策が導入された場合に企業行動・企業価値に及ぼす影響は何か、などについて、今後より詳細な分析を進める必要がある。

1) 合併による消滅会社の株主に対して、存続会社の株式を交付せず、金銭その他の財産を交付することが認められた。改

正前商法では、存続会社または新設会社の株式でなければならないとされていた。この対価の柔軟化により、合併対価を親会社の株式とする「三角合併」が可能になった。つまり、存続会社が消滅会社の株主に対して、存続会社自身の株式ではなく、存続会社の親会社の株式を交付する方法である。2000年商法改正での会社分割制度の創設など、近年の企業再編を巡る法整備の動きについては、神田（2006）などを参照のこと。

- 2) 具体的には、①企業価値、株主共同の利益の確保・向上の原則、②事前開示・株主意思の原則、③必要性・相当性の原則である。②については、「買収防衛策は、事前にその内容を開示し、株主等の予見可能性を高める、株主の合理的意に依拠したものとす」とし、「株主総会の承認を得て導入する。取締役会で導入する場合には株主の意思で廃止できる措置を採用する」ことを求めている。
- 3) 欧米に関する実証研究の概観については、たとえば Becht, Bolton and Röell (2003) を参照のこと。
- 4) たとえば、Mikkelsen and Partch (1997) では、経営者の交代が生じる確率は、1980年代の敵対的買収が盛んな時期の方が高いことを確認している。したがって、防衛策導入で買収の可能性を低下させることは、経営者への規律づけ効果を弱めるという意味で、企業価値にマイナスの効果をもたらす可能性がある。敵対的買収に関する理論的考察としては、たとえば Tirole (2005) を参照のこと。
- 5) Shleifer and Summers (1988) は、敵対的買収による買収者の利益が、買収対象企業の効率性改善ではなく、従業員等の利害関係者からの所得移転によってもたらされている可能性を指摘している。企業が従業員に対して企業特殊の人的資本投資を促す場合、暗黙の契約の下に、企業特殊投資への補償としての所得を約束しているとするれば、買収者は、その暗黙の契約を破棄することで利益を得られる可能性がある。Garvey and Noel (1997) は、従業員の努力や企業特殊投資が重要な企業では、敵対的買収に対する防衛策を講じることが合理的であることを指摘している。
- 6) Comment and Schwert (1995) は、買収防衛策導入が買収プレミアムを引き上げることを確認している。つまり、防衛策導入は、対買収者との交渉力強化に貢献するため、企業価値にプラスの効果をもたらしている。
- 7) 広瀬・藤田・柳川 (2007) では、2005年導入企業のサンプルとして、ライツ・プラン、事前警告型といった明示的な防衛策導入以外に、買収防衛策に関連のある定款変更を行ったケースも含んでいる。2006年導入企業については、ライツ・プラン、事前警告型のケースのみを対象としている。
- 8) ライツ・プラン、事前警告型といった明示的な防衛策導入は、2005年には十数件に過ぎない。このため、岡田・窪井 (2007) の取り上げたサンプルの多くは、2006年以降のものであることを考慮すると、この結果は広瀬・藤田・柳川 (2007) の2006年導入企業の分析結果と整合的である。
- 9) 分析結果の詳細は、広瀬・藤田・柳川 (2007) に記載してある。
- 10) イベント・スタディの手法に関する解説としては、たとえば、Campbell, Lo and MacKinlay (1997) を参照のこと。
- 11) 業種特有の影響が存在する可能性を考慮し、東証33業種別株価指数をマーケット・インデックスとして用いた分析も行ったが、分析結果に大きな差はなかった。
- 12) θ 値の分布は漸近的に標準正規分布となるため、検定を行うことができる。
- 13) 超過収益率の大きさの差について t 検定を試みたが、有意

な差異を見出すことはできなかった。

- 14) 返済が滞って債務不履行に至れば、債権者に経営権が移転してしまう。このため、経営者は、債務不履行が生じないように、確実に収益を確保できる健全経営に努めるはずである。したがって、ある程度以上の負債を抱える企業には、敵対的買収の可能性以外のチャンネルで、一定の規律づけが働いていることが期待できる。
- 15) フリーキャッシュ・フロー仮説で指摘されているように、経営者の手元に過度の流動性を委ねることは、経営者の裁量の範囲を広げ、モラル・ハザードを招く可能性が高い。特に、負債契約との関係で考えれば、手元流動性を多く保有する企業の場合、負債による規律づけ機能は働きにくくなることが予想される。
- 16) 企業の価値は、経営者や従業員による企業特殊な人的資本投資によって、物的資産以上のものとなる。ブランド等の無形資産も、企業価値を高める要素と考えられる。このような企業特殊の人的資本投資は、ある程度の安定的な地位を保証されなければ、促進することができない可能性がある。したがって、企業価値と企業特殊な人的資本投資が強く関連している企業では、買収防衛策は企業価値にプラスに作用する可能性がある。
- 17) 2006年に防衛策を導入したサンプル企業については、ライツ・プラン等、何らかの明示的な買収防衛策を採用した企業だけに限定している。2005年のサンプル企業のように、買収防衛策に係る定款変更を行った企業は、サンプルの中には含まれない。
- 18) 経営者持株比率を用いた推計では、銀行、保険、証券といった金融業種は分析対象に含んでいない。なお、銀行、保険については、2005年、2006年については、防衛策を導入した企業は無い。
- 19) 2006年4月号 (No. 265)、同8月号 (No. 269)、同9月号 (No. 270)、同10月号 (No. 271) を参照。
- 20) 2005年、2006年、いずれの場合も、税引前利益を用いたROAについて、過去4年間の平均を用いても、結果に変化は見られなかった。
- 21) IIで述べた通り、広瀬・藤田・柳川 (2007) では、2006年導入企業について2006年度の業績パフォーマンスに有意な変化を確認することはできなかった。
- 22) 2005年3月のニッポン放送事件では、「現に経営支配権争いが生じている場面において、経営支配権の維持・確保を目的とした新株予約権の発行がされた場合には、原則として、不公正な発行として差止請求が認められるべき」(神田 (2006)) との判断が示された。経営支配権争いが生じている「有事」ではなく、「具体的な敵対的買収者が現れるよりも前の段階である「平時」において導入しておく」(神田 (2006)) ことが求められたわけだが、2005年の6月に、裁判所は、平時導入型の新株予約権を用いたスキームについて、新株予約権の発行差止を認める判断を下している。また、2005年6月下旬の株主総会では、「大口株主である機関投資家によって反対され、経営者の提案した議案(授権株式数の増加、取締役の員数の上限設定変更等の定款変更)が否決されるという例も出た」(神田 (2006))。2005年6月27日付の日本経済新聞によれば、日本の機関投資家の代表格である厚生年金基金連合会は、ライツ・プランを含む買収防衛策の9割に反対の議決権行使をしている模様である。
- 23) たとえば米国の場合、Coates (2000) が、ポイズン・ピルの導入に着目した分析には意味がないと指摘している。米国においては、会社の支配権に関する争いが生じた前後で防衛

策の導入の可否が決定的に変わってくるわけではなく、買収開始後であっても防衛策を平時と同じ条件で導入できるために、平時における買収防衛策の導入はそれ自体としてはイベントとしての重要性がないと見ることができからである。しかし、わが国の裁判所は、注22)で記述したように、会社の支配権に関する争いが生じた後に取締役会が防衛措置をとる余地をほとんど認めないため、具体的な買収の動きが生じる以前(いわゆる「平時」)に、あらかじめ防衛策を用意しておくことに重要な意味が出てくるかも知れない。

参考文献

- Arikawa, Yasuhiro and Mitsusada, Yosuke (2007) "The Adoption of Poison Pills and Managerial Entrenchment: Evidence from Japan," mimeo.
- Barber, Brad M., and Lyon, John D. (1996) "Detecting abnormal operating performance: The empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp. 359-399.
- Becht, Marco, Bolton, Patrick and Röell, Ailsa (2003) "Corporate governance and control," in Constantinides, G. M., Harris, M. and Stulz R. M. (eds.) *Handbook of The Economics of Finance*, Vol. 1A, Corporate Finance, Chapter 01, Elsevier North-Holland, pp. 1-109.
- Bertrand, Marianne and Mullainathan, Sendhil (2003) "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences," *Journal of Political Economy*, Vol. 111, pp. 1043-1075.
- Bhagat, Sanjai and Jefferis, Richard H. Jr. (2005) *The Econometrics Of Corporate Governance Studies*, MIT Press.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo, and MacKinlay, A. Craig (1997) *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.
- Coates IV, John C. (2000) "Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence," *Texas Law Review*, Vol. 79, No. 2, pp. 271-382.
- Comment, Robert and Schwert, G. William O. (1995) "Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern anitakeover measures," *Journal of Financial Econometrics*, Vol. 39, Issue 1, pp. 3-43.
- Core, John E., Guay, Wayne R. and Rusticus, Tjomme O. (2006) "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations," *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 2, p. 655.
- Danielson, Morris G. and Karpoff, Jonathan M. (1998) "On the Uses of Corporate Governance Provisions," *Journal of Corporate Finance*, December 1998, Vol. 4, No. 4, pp. 347-371.
- Garvey, Gerald T. and Noel, Gaston (1997) "A Theory of the Optimal Cost Barrier to Corporate Takeovers," *International Economic Review*, Vol. 38, No. 3, pp. 657-675.
- Gompers, Paul, Ishii, Joy and Metrick, Andrew (2003) "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, pp. 107-155.
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer Andrei and Vishny, Robert W. (1998) "Law and Finance," *The Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, pp. 1113-1155.
- Mikkelsen, Wayne H. and Partch, M. Megan (1997) "The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover," *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, No. 2, pp. 205-228.
- MacKinlay, A. Craig (1997) "Event Studies in Economics and Finance," *Journal of Economic Literature*, 35, pp. 13-39.
- Shleifer, Andrei and Summers, Lawrence H. (1988) "Breach of Trust in Hostile Takeovers," in Auerbach, Alan ed. *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago: University of Chicago Press.
- Tirole, Jean (2005) *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.
- 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」2007年ファイナンス学会報告論文。
- 神田秀樹 (2006) 『会社法入門』岩波新書。
- 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫「買収防衛策導入の動機——経営保身仮説の検証」RIETI Discussion Paper Series 07-J-033.
- 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」東京大学大学院経済学研究科附属・日本経済国際共同研究センター (CIRJE) ディスカッション・ペーパー CJ-182.

ひろせ・すみお 信州大学経済学部講師。主な論文に「企業内キャッシュフローと企業価値——日本の株式消却に関する実証分析を通じての考察」(柳川範之, 齊藤誠との共著)一橋大学経済研究所『経済研究』第56巻第1号, pp. 30-41, 2005年。企業金融専攻。