

# 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 ——

重 本 洋 一\*

## 目 次

1. はじめに
2. 買収防衛策の意義と制度の概要および近年の動向
3. 敵対的買収防衛策を巡る理論仮説と先行研究
4. 実証分析（イベント・スタディ）
5. おわりに

## 1. はじめに

### 1.1 問題の設定

敵対的企業買収および買収防衛策という言葉は、日本においても一般に定着しつつある。2005年、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する一連の買収と防衛の応酬、そして2007年のスティー爾・パートナーズによるブルドック・ソースへの TOB とそれに対する防衛策の発動（およびその後の注目すべき防衛策に対する司法判断）など本格的な敵対的企業買収の動きが、連日マスコミに華々しく取り上げられたことは記憶に新しい。また、折しも、新「会社法」施行に代表される企業買収の制度整備がなされ、それと歩調を合わせて経済産業省の研究会である「企業価値研究会」の報告など買収防衛策のインフラ整備が行われてきたことが企業買収を活発化させ、買収防衛策の導入の議論を高める原因となったことも言うまでもない。こういった動きと並行して、日本においても敵対的企業買収と買収防衛策に関する経済学的、経営学的、ファイナンス的視点からの学術的研究が積み上げられつつある。本論は、その種々の先行研究（後述）の成果を踏まえつつ、特に買収防衛策についての研究を

---

\* 広島経済大学経済学部准教授

行うものである。

買収防衛策の研究にあたって、本論での基本的な問題意識は、次のようなものである。経済理論が説くように、企業社会において、既存の経営資源を有効に活用できない経営者がいた場合、それをより有効かつ効率的に活用できる能力や経営ビジョンをもった経営者へと企業の支配権は移転されるべきである。この支配権の移転がなされる市場を、企業支配権市場 (Market for Corporate Control) と呼ぶ (Manne(1965))。この市場を機能させる中心的な形態の一つが、企業の買収と合併 (M&A) である。M&A において当事者の経営陣が友好的に支配権を移転させる場合もあるが、少なからず既存の経営陣が企業支配権に固執し、敵対的買収に発展する場合がある。その際大きく問題となるのが、買収防衛策である。企業支配権市場 (Market for Corporate Control) を円滑ならしめるか否かは、大きくこの買収防衛策の機能にかかっているといっても過言ではない。そのためには、買収防衛策というもののあり方を、今一度考えていかななくてはならない。果たして、買収防衛策を導入する経営者は何を意図しているのか。そして買収防衛策の導入が、市場にどんな影響を与えるのか。本論の研究はこのような観点から、以下の3点を基本的なテーマとする。

第一に、日本企業においてなぜ敵対的買収防衛策は導入されるのか(導入の要因)であり、第二に、買収防衛策を導入した結果、株主価値にどのような影響を与えるのか(導入の影響)であり、第三に買収防衛策導入の要因(原因)とその影響(結果)との間にはどのような関係があり、どのようなインプリケーションを得られるのか、を問うことである。本論はこのような問題を解明するため、日本企業において買収防衛策導入が株価にいかに関与を与え、または株式市場はどのように反応するのかについて実証分析を行った。具体的には、2007年東証一部上場企業の中で、明示的な買収防衛策(ポイズンピル)を導入した企業を分析の対象とし、防衛策導入企業の株価の動きを検証するためイベント・スタディ分析を行った。

## 1.2 分析の視点

イベント・スタディ分析による買収防衛策の評価については、いくつかの論点がある。詳細は、後の章で述べることとして、簡潔に要点をまとめておこう。<sup>(1)</sup>

コーポレートファイナンスの基本的な考え方からすると敵対的買収は、企業価値および株主価値にとってプラスとなる。なぜなら、買収者はより高い買収プレミアムを払い買収しようとするのであるから、それだけ革新的な経営計画を持っており、企業価値をより向上させるような効率的な経営方針を持っていると考えられるから

である。また、買収自体が実現しなくても、敵対的買収の脅威は経営者への規律付けを行う役割を果たし、非効率な経営や経営者のモラルハザードを抑止するからである。

これらの観点からすると、買収防衛策の導入は、逆に効率的経営への改善の可能性を減少させ、経営者への規律付けの効果を減少させるため、企業価値および株主価値にとってはマイナスの効果があると考えられる。特に、経営者が自己の非効率的経営の隠蔽や保身的行動の一環として買収防衛策を導入するならば、それは株主価値最大化とは違った経営行動を行うようなエージェンシー問題を抱える企業ということになり、株式市場はネガティブに反応するだろう。また、そのような経営者が買収防衛策を導入することによって、将来買収される可能性が減少し、株主は買収プレミアムを受け取る可能性が低くなると考え、株価にマイナスの影響を与えるという意見もある。

その一方で、買収防衛策によって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遂行を可能にし、経営者はそれによって企業特殊的人的資本投資を促すことが可能となり、それが中長期的に企業価値を高めることによって、株式市場にポジティブな反応を起こさせるという研究もある。さらに、買収がオファーされた際、防衛策の存在は、より高い買収価格、買収プレミアムを実現できる交渉力（bargaining power）を持つことになり株主価値にプラスの効果をもたらすとの考えもある。

このような理論仮説を受け入れるならば、株価のイベント・スタディによって株式市場のネガティブな反応が見いだせれば、市場は防衛策導入を経営者のエントレンチメント行動の結果とみなし、企業価値を毀損するものと考えていると解釈できるか、もしくは買収プレミアムの享受の可能性の低下と受け取っているとも解釈できる。逆に株価にプラスの反応を見いだせれば、市場は防衛策の導入を企業特殊的人的資本投資の促進や交渉力の増大によって企業価値の増大に寄与するものと考えていると解釈できることになる。さらには、株価は、こういった株価にプラスの要素とマイナスの要素が相殺しあった結果として生じるとも考えられるであろう。本論では、これらの点について、上記のイベント・スタディを使った分析を通して多角的に検証していく。

また、本論では次のような論点を考える。Comment and Schwert(1995) は、米国企業を対象としたイベント・スタディ分析で負のリターンを観察し、防衛策導入が有意なマイナスの株価効果があったことを見出している。しかし、彼らはこの研

究の中で、米国において初期のポイズンピル導入の株価効果は、マイナスの株価効果が顕著に表れているが、それはポイズンピル導入に対する一時的な過大評価の産物であり、市場がポイズンピル導入にそれほど大きな敵対的買収阻止の効果を認めているわけではないとする。日本の研究においても、広瀬・藤田・柳川(2007)、広瀬(2008)は、防衛策が実質的に導入可能となった2005年には、有意なマイナスの株価効果が認められるものの、導入が一般的となった2006年には有意なマイナスの効果が認められていないことを確認している。岡田・窪井(2007)、岡田(2008)でも2006年における有意な株価効果は認められていない<sup>(2)</sup>。これらの研究の結果から考えられることは、ポイズンピルを中心とする買収防衛策導入の株価効果は、企業が導入をし始める初期のころは、市場が過大な(マイナスの)期待を寄せて大きな反応を見せるが、防衛策の実態が知られ始めるとそれほど反応を見せなくなるのではないかということである。実際にそれを検証するには2007年以降のデータに基づいたその後の研究を行う必要があるだろう。本論では、その2007年のデータを使用して分析を行い、その解明に努めることも目的の一つとしている。

本論の構成は以下のとおりである。第2章では、本論で主に取り上げるポイズンピル(ライツプラン)を中心に買収防衛策の制度を概観し、合わせて日本企業における最近の買収防衛策導入状況の把握に努める。第3章では、米国と日本の先行研究をもとに、それらによって提示された買収防衛策導入に関する理論仮説の内容を整理する。第4章では、実証分析のデータ、サンプル、分析手法などを説明し、イベント・スタディ分析のプロセスと結果を示す。最後に、「おわりに」では、実証分析で得られた結果が理論仮説とどのような関係があり、そこからどのようなインプリケーションが得られたかを示す。また、本論での分析の限界も示す。

## 2. 買収防衛策の意義と制度の概要および近年の動向

### 2.1 買収防衛策とは何か

本節では、まず本論で扱う買収防衛策の定義を明らかにした上で、その制度の概要を整理しておく。経済産業省「企業価値研究会」の報告書「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」(2005)<sup>(3)</sup>によると、買収防衛策とは、「株式会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず新株又は新株予約権の発行を行うこと等により自己に対する買収の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるもの」を言

う。その導入とは、「買収防衛策としての新株又は新株予約権の発行決議を行う等買収防衛策の具体的内容を決定すること」と定義されている。本論においても、買収防衛策とその導入に関しては、この定義を踏襲することとする。ただし、定義に関して一つ補足しておかなければならない。それは、広義の買収防衛策と狭義の買収防衛策である。一般的に買収防衛策とは、敵対的買収が行われないようにあらかじめ何らかの措置を講じる事前の防衛策と敵対的買収が公式・非公式にオファーされた後に対応措置をとる事後の防衛策とに分類できる。本論では、事前の防衛策を狭義の防衛策とし、事前・事後の両方の防衛策を広義の防衛策と定義することにする。事前、事後といってもきわめて範囲が広い。たとえば、事前の防衛策でも本論で論じるライツプランや事前警告型ポイズンピルだけではなく、安定株主の確保と維持を目的とする株式持ち合いや従業員持株制度、役員持株制度などが幅広くあり、究極的には株式の非公開化や増配、IR 対策、経営の効率化による時価総額の極大化もその範疇に入るだろう。事後の防衛策としては、事後の増配や防戦的自社買いや事後の第三者割当増資、果ては逆買収やいわゆるクラウンジュエル（焦土作戦）など多様な方法が考えられる。これらを簡単に整理したものが図表 1 に示されている。本論では上述の定義にしたがい、さらに日本における買収防衛策導入の現状に鑑みて、狭義の買収防衛策の中でも表 1 の網掛け部分で示すように事前警告型防衛策とライツプランを分析の対象とする。

## 2.2 事前警告型ポイズンピル、信託型ライツプランの概要と導入状況

上述のように、本論では買収防衛策としての分析の対象を「事前警告型ポイズンピル」（通常「事前警告型」と言われている）と「ライツプラン」の二つとするので、これらの制度概要と日本企業における導入の状況を概観しておく。日本では、2005年以降、ポイズンピルあるいはライツプラン型と呼ばれる買収防衛策が本格的に導入されるようになった。ライツプランとは、新株予約権を使い、買収者が一定の株式を買い占めた場合、新株が発行され、買収者の株式取得割合を低下させる仕組みである。このライツプラン型の買収防衛策は、大きく事前警告型と信託型に分けることができる。

事前警告型とは、買収者が一定株数以上の株（20%以上など）を取得する場合、買収者に対して十分な情報提供（対価の算定根拠、資金的裏付け、買付け後の経営・事業方針等）や時間的猶予（60～90 日など）を求め、そのルールが遵守されないか、あるいは会社として買収を拒否すると決めた場合に、新株予約権発行等の対応措置を講じることを事前に警告する防衛策である。具体的スキームとして、現在、



表1 買収防衛策の種類

	事前防衛策	事後防衛策
株主対策	株主安定化（従業員持ち株会など）	増配 ホワイトナイト 防戦的自社株買い 第三者割当増資 逆買収 クラウンジュエル
株式対策	対抗措置事前警告型防衛策 ライツプラン 強制取得条項付ライツプラン 議決権制限株式を用いたライツプラン 強制転換条項付株式を用いたライツプラン 株式の非公開化 自己株式の取得 議決権制限株式 株式分割 スーパーマジョリティ条項 黄金株（拒否権付種類株式） 複数議決権株式の発行 授權資本枠の拡大（定款変更） 新株（予約権）発行	
	時価総額極大化 配当政策 IR	
その他の対策	取締役の期差選任・定員枠削減 取締役の定員枠削減 基準日後発行の新株に対する議決権の付与 ゴールデン・パラシュート	

出所）渡邊 顯，辺見 紀男（2005）をもとに筆者作成

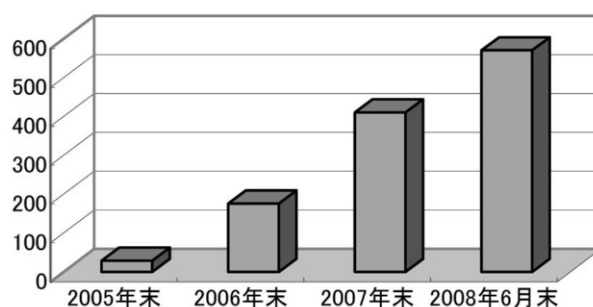
松下電器産業や東芝が導入したパターンが有名である。一方、信託型とは、信託型ライツプランを指し、事前に新株予約権を信託銀行などに発行し、信託しておき、敵対的買収者が現れたときに事前に定められた取り決めに従って、敵対的買収者以外の株主全員に新株予約権を配分するという仕組みである。信託先としては、信託銀行以外にSPC（特別目的会社）を作り、そこに預託する方法もある。信託型のなかでも、信託銀行へ預ける場合を直接信託型、SPCへ預託する場合をSPC型ということがある。事前警告型と信託型との違いは、事前警告型では導入時にスキームのみを決定しておき、有事に新株予約権を全株主に直接発行する一方、信託型では既に発行され、信託されていた新株予約権を有事に全株主に配布するという点がある。さらに、株主の意思の確認の仕方については、導入時に株主総会の決議を得るもの、発動時に株主総会の決議を得るもの、また、経営保身の排除については、独立社外取締役のチェックを重視するもの、ポイズンピルに関し客観的廃止条件を明示するものなど様々なタイプがある。<sup>(4)</sup>

ここで、日本における買収防衛策の導入状況を2008年6月の段階での導入状況を

（レコフ「MARR」2008年8月号）のデータで確認しておこう。

図1、表2を総合して考えると事前警告型と信託型ライツプランの導入が始まったのは、上記「企業価値研究会」の「指針」が発表された2005年であり、その後2006年の予定・導入段階から2007年にかけて本格化し、2007年と2008年には急激にその数を増やしている。活発化する外資系投資ファンド、三角合併の解禁、国内企業同士の敵対的買収の動きなどが増加し、経営者の危機意識の高まりを受けてのことであろう。

また、表2によると圧倒的に事前警告型の導入割合が多い。2008年6月末現在、累計で570社が防衛防策を導入しているが、その中でも560社が事前警告型、信託型ライツプランが7社、その他が3社で、事前警告型を導入した企業が98.2%を占めている。日本においては、事前警告型にほぼ集約されているといってもよいであろう。このように事前警告型が多く企業に選好されるのは、基本的には取締役会決議で導入が可能であり、株主総会に諮る場合でも、買収防衛策自体は普通決議として取り扱うことができ、防衛策の内容の設計に関し自由度が大きいことなどが指摘



出所)「MARR」2008年8月号をもとに筆者作成

図1 買収防衛導入企業の推移(累積)

表2 防衛策の分類

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年6月	2008年6月導入
事前警告型	0	20	163	398	560	0
信託型ライツプラン	0	5	9	9	7	0
その他(拒否権付株式など)	2	4	4	3	3	0
導入社数	2	29	176	410	570	0
中止社数	0	1	4	12	19	

出所)「MARR」(2008年8月号)

されている。一方、信託型ライセンスが敬遠される理由としては、新株予約権を無償発行するため、株主総会の特別決議が必要であり、さらに新株予約権の発行にともない、平時からのコストが高いなどの指摘がある。<sup>(5)</sup>

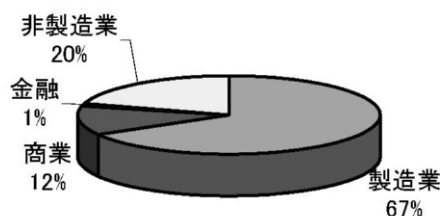
表3は導入企業を業種別（大分類）で分類したものである。導入企業570社のうち製造業381社、非製造業115社、商業68社、金融6社であり、それぞれ66.8%、20.2%、11.9%、1.1%を占める。図表5の業種別（中分類）では、機械が53社、化学が50社、電気が48社、食品41社となっており、上位3社はすべて製造業であることがわかる。日本の製造業企業が防衛策導入を積極化させていることがうかがえる。（図2参照）

### 2.3 事前警告型の内容と導入状況

事前警告型は、主として導入方法と発動の判断基準及び発動の意思決定方法により分類されることが多い。ここでは導入手続きと発動プロセスについて整理しておきたい。

#### 2.3.1 事前警告型防衛策の導入

会社法では、株主総会における決議事項を「法律に規定する事項および定款で定めた事項」に限定している。しかしながら、事前警告型はこの「法律に定める事項」に当たらないため、取締役会による決議で導入することができる。したがって、防衛策導入に関する株主の意思をどのように確認するかが問題となる。表4のデータで確認すると、導入手続きについては、2006年には取締役会の決議のみで導入するケースが多数見られたが、その後の議論と株主意思の尊重という趨勢の中で「株主総会承認型」が「取締役会決定型」を上回り、2007年には295件中267件、2008年1月～6月では232件中231件とほとんどの企業が「株主総会承認型」となっている。このうち、株主総会で特別決議をもって定款を変更するケースが徐々に増加し始め、



出所)「MARR」2008年8月号をもとに筆者作成

図2 買収防衛策導入企業の業種別割合(2008年6月末時点)



表3 表防衛策導入会社の業種別件数と構成比

大分類	中分類	2005年		2006年		2007年		2008年6月	
		件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比
製造業	農林水産	0	0.0%	1	0.6%	1	0.2%	1	0.2%
	鉱業	1	3.4%	1	0.6%	2	0.5%	3	0.5%
	建設	1	3.4%	2	1.1%	9	2.2%	13	2.3%
	食品	0	0.0%	11	6.3%	29	7.1%	41	7.2%
	繊維	1	3.4%	6	3.4%	12	2.9%	14	2.5%
	紙・パルプ	0	0.0%	1	0.6%	7	1.7%	8	1.4%
	化学	0	0.0%	13	7.4%	31	7.6%	50	8.8%
	医薬品	0	0.0%	4	2.3%	11	2.7%	14	2.5%
	石炭	0	0.0%	1	0.6%	1	0.2%	1	0.2%
	ゴム	0	0.0%	1	0.6%	4	1.0%	6	1.1%
	出版・印刷	0	0.0%	3	1.7%	7	1.7%	7	1.2%
	窯業	0	0.0%	2	1.1%	10	2.4%	17	3.0%
	鉄鋼	1	3.4%	8	4.5%	18	4.4%	24	4.2%
	非鉄・金属製品	0	0.0%	8	4.5%	19	4.6%	25	4.4%
	機械	2	6.9%	11	6.3%	29	7.1%	53	9.3%
	電機	3	10.3%	12	6.8%	30	7.3%	48	8.4%
	輸送用機器	0	0.0%	5	2.8%	12	2.9%	17	3.0%
	精密	2	6.9%	6	3.4%	12	2.9%	15	2.6%
	その他製造	1	3.4%	10	5.7%	20	4.9%	24	4.2%
	計	12	41.4%	106	60.2%	264	64.4%	381	66.8%
商業	総合商社	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
	食品卸	0	0.0%	1	0.6%	3	0.7%	4	0.7%
	医薬品卸	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
	その他販売・卸	3	10.3%	7	4.0%	20	4.9%	30	5.3%
	百貨店	0	0.0%	1	0.6%	2	0.5%	2	0.4%
	スーパー・コンビニ	0	0.0%	4	2.3%	5	1.2%	6	1.1%
	家電量販店・HC	0	0.0%	0	0.0%	3	0.7%	6	1.1%
	その他小売	1	3.4%	6	3.4%	14	3.4%	14	2.5%
	外食	0	0.0%	1	0.6%	4	1.0%	6	1.1%
	計	4	13.8%	20	11.4%	51	12.4%	68	11.9%
金融	銀行	1	3.4%	1	0.6%	1	0.2%	1	0.2%
	信金・信組	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
	生保・損保	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
	証券	1	3.4%	1	0.6%	4	1.0%	4	0.7%
	その他金融	0	0.0%	1	0.6%	1	0.2%	1	0.2%
	計	2	6.9%	3	1.7%	6	1.5%	6	1.1%
非製造業	運輸・倉庫	2	6.9%	13	7.4%	21	5.1%	29	5.1%
	電力・ガス	1	3.4%	2	1.1%	2	0.5%	3	0.5%
	通信・放送	2	6.9%	3	1.7%	5	1.2%	6	1.1%
	不動産・ホテル	1	3.4%	4	2.3%	11	2.7%	16	2.8%
	アミューズメント	0	0.0%	1	0.6%	4	1.0%	5	0.9%
	ソフト・情報	3	10.3%	16	9.1%	25	6.1%	30	5.3%
	サービス	2	6.9%	8	4.5%	21	5.1%	26	4.6%
	計	11	37.9%	47	26.7%	89	21.7%	115	20.2%
	合計	29	100.0%	176	100.0%	410	100.0%	570	100.0%

出所)「MARR」(2008年8月号)

表4 事前警告型の分類 件数の推移（新規導入、再導入などの合計）

		2005年1－12月				2006年1－12月			
		新規導入	再導入など	計	構成比	新規導入	再導入など	計	構成比
導入手続き		18	－	18	85.7%	72	6	78	47.3%
	取締役会決定型	2	1	3	14.3%	72	15	87	52.7%
	株主総会承認型(うち定款あり)	0	0	0	0.0%	12	6	18	20.7%
合計		20	1	21		144	21	165	

発動時	取締役会決定型	20	1	21	100.0%	132	20	152	86.40%
	株主意思確認型	－	－	－	0.0%	6	－	6	3.20%
	折衷型	－	－	－	0.0%	6	1	7	20.70%
合計		20	1	21		144	21	165	

		2007年1－12月				2008年1－6月			
		新規導入	再導入など	計	構成比	新規導入	再導入など	計	構成比
導入手続き		26	2	28	9.5%		1	1	0.4%
	取締役会決定型	214	53	267	90.5%	167	64	231	99.6%
	株主総会承認型(うち定款あり)	55	18	73	27.3%	91	28	117	50.6%
合計		240	55	295		167	65	232	

発動時	取締役会決定型	195	45	240	81.4%	93	27	120	51.7%
	株主意思確認型	10	1	11	3.7%	18	5	23	9.9%
	折衷型	35	9	44	14.9%	56	33	89	38.3%
合計		240	55	295		167	65	232	

出所)「MARR」(2008年8月号)

2008年には117件と全体の50%を越える割合となっている。

### 2.3.2 事前警告型防衛策の発動

事前警告型においては、「大規模買付ルール」の遵守を要請し、遵守された場合等には、原則として対抗措置は講じないことになっている。しかし下記のような場合には、たとえルールが遵守されても例外的に発動が可能である<sup>(6)</sup>。

#### ① 買収提案が強圧的である場合

二段階強圧買付等、株主に公開買い付けへの応募を強制するような買い付けである。強圧的買い付けとは、最初の買い付けで、一部の買い付けのみを行い、二段階目の買い付け条件を応募者にとって不利になるように設定し、TOBなどを実施することである。

#### ② 買収提案あるいは買収者がいわゆる高裁4類型に該当する場合

1) 買収者が、いわゆるグリーンメーラーの目的で株式を買収する場合

- 2) 買収者が、会社経営を一時的に支配し重要な知的財産や技術や資産などを買収者やその関係者に委譲するといった、いわゆる焦土化の目的で株式を買収する場合
  - 3) 買収者が、会社経営を支配し、その後当該会社の資産を買収者やその関係会社などの債務の担保や弁済原資として流用する目的で株式を買収する場合
  - 4) 買収者が、会社経営を一時的に支配し、その後に当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券などの高額資産などを売却処分し、その利益で一時的な高配当やそれによる株価の高騰を狙い、高値売り抜けをする目的で株式を買収する場合
- ③ 買収提案あるいは買収者がステークホルダーの利益などを毀損する場合
- 1) 買収者の提案する買い付け条件が適正な企業価値に照らして著しく不十分または不適当なものであると合理的な根拠をもって判断される場合
  - 2) 買収者による支配権取得により、株主、従業員、取引先その他のステークホルダーを含む株主共同の利益、または企業価値の向上を妨げるおそれがあると合理的な根拠をもって判断される場合
  - 3) 買収者が支配権を獲得する場合の企業価値が、中長期的な将来の企業価値との比較において、支配権を獲得しない場合の企業価値と比べて明らかに劣後すると判断される場合

このような防衛策発動については社外取締役や社外の有識者からなる独立委員会を設定し、そこが判断した場合に、取締役会決議を経て、対抗措置を発動するタイプがある。これは、経営陣が株主共同の利益を保護するための防衛策発動を担保するためのものとされているが、独立委員会の経営陣からの独立性が疑問視されるケースも見受けられる。近年の導入事例ではこのような独立委員会を設置するタイプがほとんどを占めている。（表5参照）その他、株主の意思を確認するタイプが増加している。これは、敵対的買収者がルールを無視したと取締役会が判断した場合であっても、対抗措置の発動判断を最終的に株主の意思にゆだねる方法である。株主意思確認のための集会を開催したり、書面投票を用いる場合もある。また、発動について必要に応じて株主総会に諮るといった折衷的な形態も増加しつつある。データで確認すると、発動手続きについては、「取締役会決定型」2006年に165件中152件、2007年に295件中240件と8割強を占めていたが、2008年には、全232件中「株主意思確認型」が「折衷型」と合わせて102件（48.3%）、「取締役会決定型」が120件（51.7%）と伯仲状態にある。これは、ブルドック・ソース事件での司法判断による

表5 事前警告型の内容

			2005年	2006年	2007年	2008年6月	2008年6月導入
	導入時	取締役会決定型	17	76	57	31	0
		株主総会承認型	3	87	341	529	0
		(うち防衛策を決議対象とするための定款を伴うもの)	0	18	91	199	0
手続き	発動時	取締役会決定型	20	150	333	400	0
		(委員会設置型)	12	120	301	375	0
		(その他)	8	30	32	25	0
		株主意思確認型	0	6	16	38	0
		(委員会設置型)	0	0	2	11	0
		折衷型	0	7	49	122	0
内容	買い付け者の基準	15%～	0	9	14	13	0
		20%～	19	150	374	535	0
		25%～	1	4	10	12	0
	評価(熟慮)期間	原則90日まで	13	154	384	547	0
		原則90日超	7	9	14	13	0
	対抗措置	新株予約権のみ	3	63	158	191	0
		その他	17	100	240	369	0
有効(更新)期限	1年		5	71	93	68	0
	2年		0	19	58	76	0
	3年		0	42	212	401	0
	その他		15	31	35	15	0
導入社数			20	163	398	560	0

出所)「MARR」(2008年8月号)

影響が大きいと考えられる。各導入企業は、株主総会で株主の明確な判断を仰ぎ、株主の意思を受けて発動を行おうとする企業が増加していることを示している。

### 3. 敵対的買収防衛策を巡る理論仮説と先行研究

本章では、内外の先行研究を踏まえつつ、敵対的買収防衛策に関する主要な理論仮説を整理する。

#### 3.1 エントレンチメント(経営者の保身行動)仮説

経営者が保身目的で買収防衛策を導入するのではないか、という意見は、買収防衛策の研究の中でも中心的な位置を占め、それを裏付ける実証研究も多数存在する。たとえば、Ryngaert(1988)は、1986年に米国283社のポイズンピル導入企業を調査し、発表から2日間のリターンが-0.34%であることを報告している。また、

Malatesta and Walking (1988) は、1986年の米国ポイズンピル導入企業132社を調査し、2日間のリターンが $-0.92\%$ であることを確認している。Ryngaert (1988) と Malatesta and Walking (1988) の結果から言えることは、買収防衛策が経営者の保身に利用され株主価値が減少するという考えを裏付けるものである。日本企業に対する実証研究では、Arikawa and Mitsusada (2007) がある。彼らは、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企業を対象にイベント・スタディ分析を行い、株価に有意な負の影響を報告している。また、そこでは、CEOの在位年数が長いほど、そして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。（その一方、純負債比率、外国人株主比率、社外取締役比率は有意ではない）。ここでは、これらの結果に基づいて、株主のガバナンスが弱い企業ほどエージェンシー問題の影響などにより買収防衛策を導入する傾向があると結論づけている。

買収防衛策の導入は、効率的経営への改善の可能性を減少させ、経営者への規律付けの効果を減少させるため、企業価値および株主価値にとってはマイナスの効果があると考えられる。特に、経営者が自己の非効率的経営の隠蔽や保身的行動の一環として買収防衛策を導入するならば、それは株主価値最大化とは違った経営行動を行うようなエージェンシー問題を抱える企業ということになり、株式市場はネガティブに反応するだろう。

このことは裏を返せば、経営パフォーマンスの不振と経営者の保身行動との関係を反映するものとなる。経営パフォーマンスが悪ければ、敵対的企業買収の可能性が高まるだろう。そうすると、不振企業の経営者はその地位を追われる脅威を感じ買収防衛策を導入することを考えるはずである。本来、最大の敵対的買収への防衛は企業価値最大化であるはずであり、経営の効率化、企業価値の最大化などの経営努力で行われるべきである。しかし、その努力を行うのではなく、安易に敵対的買収防衛策を導入するならばそれは経営保身目的といえる。広瀬・藤田・柳川 (2007) は、日本の2005年、2006年買収防衛策導入企業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。また、株価データを用い、防衛策導入決議時の株価イベント・スタディを行っている。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示し、さらに導入決議時の株価への負の影響と一致するような形で、導入した2005年度に業績パフォーマンスは悪化していることを示している。ただし、その一方で、2006年に導入した企業の場合、株価、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ことを報告している。

### 3.2 信頼の破壊 (Breach of Trust) の抑制仮説

従業員による企業特殊的人的資本を保護し、人的資本水準向上のための投資を促すために買収防衛策を導入するのではないか、という意見も有力な考え方である。この理論仮説を直接的に検証した研究はほとんどないが、たとえば、Shleifer and Summers (1988) は、敵対的企業買収により株価が上昇するものの、従業員のレイオフや賃金カットが行われれば、従業員から株主へ「暗黙の契約」を破り富の移転が行われるとする。従業員のようなステークホルダーと企業の中に存在する「暗黙の契約」を犠牲にすることによって、従業員から買収企業やその株主へ富を再分配するということが、敵対的買収のすべてではないにしろ、大きな要因になっているとするのである。また、Haan and Riyanto (2006) は、敵対的買収が経営者の行動に与える影響を理論的に考察している。経営者は投資行動の決定などに関し多くの特殊の性質を持った努力をするが、敵対的買収で経営者の交代があったり、既存の投資計画の変更があると、その努力が無に帰してしまう。したがって、敵対的買収の可能性が高い場合、合理的な経営者は、そういった努力を惜しむようになる。この観点は従業員の企業特殊的人的資本投資に関してもいえることである。

従業員による企業特殊的人的投資を行う際にしばしば仮定されるのが、「暗黙の契約」と呼ばれるものである。ここでいう「暗黙の契約」とは、従業員が企業特殊の技能や人的ネットワークなどの形成に投資を行うにあたり、その過程においてはより低い賃金を受容し、形成後により高い賃金を受け取るような雇用慣習のことである。買収防衛策との関連では、もし買収企業がこの「暗黙の契約」を破棄し、投資形成を終え、過去の投資の回収に入っている従業員の賃金をカットしたり解雇するなどして、近視眼的な利益を得ようとする行動に出る場合である（信頼の破壊 (Breach of Trust)）。この場合、そこで生じる利益は、従業員から株主への富の移転にすぎない。したがって、敵対的買収が頻発する状況では、この「信頼の破壊」のリスクは、従業員の企業特殊的人的資本への投資を阻害する大きな要因となるため、長期的に見れば企業価値を損ねる可能性を高めることが考えられる。このような観点から、経営者は、従業員による企業特殊的人的資本を保護し、人的資本水準向上のための投資を促すために買収防衛策を導入するのではないかと考えられるのである。深尾・森田 (1997) は、日本において敵対的買収が少ない理由として、株式持合いといった要因以外に経営陣と従業員や経営陣と取引先の間に、様々な「暗黙の契約」の存在を指摘している。さらに、広瀬 (2008) において指摘されているように、企業価値は、経営者や従業員による企業特殊的人的資本投資によって物的資産以上に高められるのであり、知的財産権やブランド等の無形資産も、企業価値



を高める大きな要素と考えられる。この様な企業特殊の人的資本投資は、経営者がある程度の安定的な地位を保証されなければ、促進できない可能性がある。したがって、企業価値と企業特殊の人的資本投資が強く関連している企業では、買収防衛策の導入は企業価値、株主価値にプラスに影響する可能性がある。

### 3.3 株主価値増大（交渉力）仮説

米国では、エントレンチメント仮説に次いで有力なのが株主価値増大仮説である。株主価値増大仮説は、買収防衛策の導入が株価の上昇を起こすと主張する。この仮説では、経営者は防衛策を支配権取引において株主が得るべき十分な価値よりも低い受取という状況から株主を守るために導入するということになる。その防衛策導入は現職の経営者に買収の際のプレミアム交渉における強力な交渉力（bargaining power）をあたえるとしている。その結果、防衛策の導入は、株主価値にプラスの効果をもたらし、株価を押し上げる効果を持つと推論できる。Comment and Schwert (1995) は、買収防衛策導入がもたらす経済的效果に関する複数の仮説を整理し、その後ポイズンピル導入は交渉力（bargaining power）の強化によって、投資家の買収プレミアムに対する期待現在価値を引き上げる可能性を指摘している。Helon and Lie (2006) は、実際に、敵対的な買収提案が起こった526のケースをサンプルとし、買収成功のケースと失敗のケース、被買収企業が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を考え、買収防衛策の株主価値への影響を考察している。そして、買収防衛策を導入している企業の株主がより高い買収プレミアムを得ていることを報告している。柳川（2006）は、これらの理論的可能性について論じている。

### 3.4 私的情報開示仮説

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理論仮説として、上記のエントレンチメント仮説(the managerial entrenchment hypothesis) と株主価値増大仮説(the shareholder interest hypothesis) をあげ、さらに私的情報開示仮説 (the private information revelation hypothesis) をあげている。この仮説は、買収防衛策の株価効果は、防衛策導入のアナウンスによって、経営者の持つ追加的な情報が投資家に発せられ、その情報の質によって株価に影響を与えているとしている。投資家が受け取るシグナルは、Coates (2000) によると次の2つの種類に分けられる。1つは、経営者の保身的な性質を持つシグナルであり、投資家にとっては、バッドニュースとなり、市場はネガティブに反応するとい

うものである。もう1つは、交渉力の増大が含まれるシグナルである。防衛策の導入は、何らかの形で買収交渉を会社が行っている場合、交渉力を高め、より高い買収プレミアムを獲得できる可能性を高めるため、投資家にとってはグッドニュースであり、市場はポジティブに反応するというものである。つまり、買収防衛策の株価効果は、その防衛策の導入自体に影響されるのではなく、その内容や特徴などに含まれる情報（経営者の持つ情報）に影響されると考えるのである。

日本において、この仮説を直接的に分析したのが、Arikawa and Mitsusada (2008) である。彼らは、日本の2005年～2006年までの買収防衛策導入企業171社を分析対象として、条件付イベント・スタディという方法によって分析を行っている。彼らは、直近の経営パフォーマンスが悪く、経営者テニユアが長いなどのコーポレート・ガバナンスに関して問題の有る企業の防衛策導入に限って、市場がネガティブに反応していることを示す。このことから彼らは、買収防衛策導入のアナウンスメントが株価にネガティブな影響を与えた理由は、事前に投資家にとって望ましくない情報が観察されるうえに、防衛策導入によって経営者の株主利益に対する優先順位の低さという私的情報が顕示されるためと、結論付けている。

## 4. 実証分析（イベント・スタディ）

### 4.1 サンプル、データ

本節では、上記の理論仮説を踏まえ、買収防衛策導入の株主価値への影響を考察するため、株価のイベント・スタディを行う。イベント・スタディでは、株価に何らかの影響を及ぼすと考えられるイベントが生じた日およびその前後の決められた期間の当該企業の収益率から、イベントが生じなかったときに予想される収益率（正常収益率）を差し引いた収益率（超過収益率）を中心に分析を進めることになる。超過収益率が有意に大きいあるいは小さいのであれば、イベントが株主価値に影響を与えていることになる。

サンプルは、2007年1月～12月の間に東京証券取引所第一部上場の買収防衛策を導入した企業の中で、特に事前警告型または信託型ライツプランを導入した企業167社（再導入企業と中途上場などで株価データが得られなかった企業を除く）である。

企業サンプルは、M&A専門誌『レコフ MARR』2007年1月号～2008年2月号記載の「防衛策データ」および『資料版 商事法務』の2007年2月号、4月号、11月号、12月号から収集した。当該企業の日次株価データ、TOPIXの日次価格データは『東洋経済 株価 CD-ROM』、『東洋経済 株価チャート CD-ROM』から採取し

た。

#### 4.2 日次株価データによるイベント・スタディの分析方法

イベント・スタディによる分析を行うにあたって、決めなければならないのは、イベントの株価収益率に対する影響を観察する期間（イベント・ウィンドウ）である。本論では、買収防衛策導入を決議した取締役会開催日をイベント日とし、これを0日とする。この日の前後-10日から+10日をイベント・ウィンドウとした。

##### ①株式の収益率

株式の収益率については以下の式を使用した。

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad \dots\dots\dots(1)$$

$R$ ：t日の個別銘柄iの収益率， $P_u$ ：t日の個別銘柄iの株価， $P_{u-1}$ ：t-1日の個別銘柄iの株価

##### ②正常収益率の推定，超過収益率の算定

超過収益率を式であらわすと

$$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}|X_t] \quad \dots\dots\dots(2)$$

となる。 $AR$  (Abnormal Return) は、超過収益率を表す。 $R$  はリターンを、 $X$  は正常収益率を求めるにあたっての条件を示している。本論では、その $X$ の条件である正常収益率<sup>(7)</sup>を推定するために以下のマーケットモデルを使用する。

この場合のマーケットモデルとは、イベントの影響を受けていない期間において当該企業の株式収益率をマーケット・ポートフォリオの収益率に回帰させて求められたパラメータの推定値を使って正常収益率の算出を行うものである。本論では、このための期間（推定期間）をイベント日を基準にして、-11日から-210日の200日間としている。また、マーケット・ポートフォリオの代替指標として TOPIX の日次収益率を使用している。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots(3)$$

(3)式がそのモデルである。 $R_{mt}$  はマーケット・ポートフォリオの収益率， $\alpha_i$  および  $\beta_i$  は企業 i について推定されたマーケットモデルの切片と傾きであり， $\varepsilon_{it}$  は残差である。この推定されたを使って、イベント・ウィンドウの正常収益率を求める。

したがって、企業  $i$  の超過収益率  $AR_{it}$  を算定するためには、残差を求めればよいことになる。

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad \cdots \cdots (4)$$

(4)式において  $t = -10$  から  $t = +10$  までの各日について求めることとなる。

### ③ $AR$ の集計

買収防衛策導入というイベントが、株主価値に対して平均するとどのような効果を与えるのかを考察するため、イベント・ウィンドウの各日において企業の株価収益率を横断面的に集計して平均値を求める。これを  $AAR$  (Average Abnormal Return) とする。(N はサンプル数であり、本分析では167である。)

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad \cdots \cdots (5)$$

また、この  $AAR$  が時系列でどのように変動するのかを考察するために、イベント・ウィンドウの期間 ( $t = t_1 \sim t = t_2$ ) にわたって累積を行う。これを  $CAAR$  (Cumulative Average Abnormal Return) とする。(本分析の場合  $-10$  日から  $+10$  日までの間で累積することになる。)

$$CAAR_t = \sum_{t_1}^{t_2} AAR_t \quad \cdots \cdots (6)$$

### ④ 統計的検定

イベントによって株価に影響を受けたかどうかを、統計的に検定するために、広瀬・藤田・柳川 (2007) にしたがって、以下で導かれる統計検定量  $\theta$  を用いることとする。

$AR_{it}$  を標準偏差で標準化したものを、 $SAR_{it}$  とする。

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i} \quad \cdots \cdots (7)$$

ただし標準偏差は、推計期間における残差の標準偏差を使用している。

$$\hat{\sigma}_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=-10}^{+10} (R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt})^2}{(200 - 2)}} \quad \cdots \cdots (8)$$

上記のように標準化した超過収益率  $SAR_{it}$  の平均  $\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{it}$  を求める。(N はサ

ンプル数, 200は推計期間の日数)。これを使用して, 次のように定義される検定統計量  $\theta$  は, 漸近的に標準正規分布に従うため, 仮説検定を行うことができる。

$$\theta = \sqrt{N(200-4)/(200-2)} \left( \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{it} \right) \stackrel{d}{\sim} N(0, 1) \quad \dots\dots\dots(9)$$

この検定統計量  $\theta$  で, 帰無仮説「平均超過収益率は0, イベントの株価への影響はない」を検定することができる。もし, イベントが株主価値に何ら影響を及ぼさなければ, イベント発生日の超過収益率の期待値は0である。イベントが株主価値に影響を与えるのであれば, 0から有意にかい離した超過収益率が観察されると考えられる。

この仮説検定において重要な仮定は, 個々のサンプル間で超過収益率の相関が無いというものである。この仮定は, イベントの発生時点（本論では取締役会）がサンプルで別々であれば, ほぼ成立していると考えて差し支えないだろう。イベントの発生時点が同じとなる場合が多いと, サンプルの間に超過収益率に相関が生じる可能性が高くなり, いわゆるクラスタリング (clustering) が起こってしまう。以下の仮説検定では, クラスタリングが起きていないと想定して検定を進めている。

#### 4.2.1 サンプルの分類

本論は, 2007年における東証一部上場の全防衛策導入企業について検証していく他, そのサンプルをある基準にもとづいて分類して分析を行った。

その第一は, 防衛策の発動決定機関として2.3で検討した「取締役会決定型」(信託型ライツプランも含む) と「株主意思確認型および折衷型」(以後, 「株主意思確認型」とする) へのサンプルの2分類である。この分類の根拠としては, 発動に際し, 取締役会のみで決定する「取締役会決定型」よりも, 何らかの形で株主の意思を問う「株主意思確認型」の方が, 株主の意思を尊重するという点で, 経営者のエントレンチメント・保身行動の要素が少なく, 逆に前者の場合はそのような要素が大きいのではないかと考える。このような観点を反映して, 市場は反応するのではないかと考えられる。

第二に, 「従業員平均勤続年数」によってサンプルの分類を行った。これは, 3.2の「信頼の破壊仮説」を念頭に置き, 平均勤続年数の高い企業ほど, 従業員に対する企業特殊的人的資本投資が多く蓄積されており, いわゆる「暗黙の契約」と言われる雇用慣行が定着していると考えられるからである。平均勤続年数の低い企業

ほど、逆の状況にあると考えられる。市場が「信頼の破壊 (Breach of Trust) の抑制仮説」の観点を反映して、反応するのなら、平均勤続年数の高い企業ほど、防衛策導入に対してポジティブに反応し、逆の場合はネガティブな反応になるのではないかと考えられる。「取締役会決定型」と「株主意思確認型および折衷型」の特定は、前述の「MARR」より行い、「従業員平均勤続年数」は、eol Esper より採取した。「従業員平均勤続年数」については、全サンプルのメディアンを境にサンプルを上下に分けて考察している。

### 4.3 実証分析の結果

#### 4.3.1 全サンプルの結果と解釈

全サンプルの分析により得られた結果は、表6、図3にまとめられている。表6は、イベント日前後の10日間のAAR (平均超過収益率) とその $\theta$ 値、CAAR (平均累積超過収益率) およびイベント・ウインドウ内でのいくつかの期間でのCAARと $\theta$ 値を示している。図3には、イベント日前後10日間のCAARの推移をグラフ化している。表6で示されたように、買収防衛策導入時点におけるAARは、プラスの0.0535%となったが、統計的に有意にゼロから乖離していない。このため、買収防衛策導入時点での株価への影響を見出すことはできない。ただし、イベント2日後と4日後のAARは、それぞれ-0.2426%で10%有意、-0.2774%で5%有意となった。図3を見るとCAARはマイナス方向へ推移しているが、表6下段のイベント・ウインドウ内でのいくつかの期間でのCAARの検定結果を見ると、いずれも帰無仮説を棄却することはできない。従って、全体として買収防衛策導入が株価に影響を与えているとは言えない (帰無仮説を棄却できない) という結論を下すことになる。

この結果をどう解釈すべきだろうか。1章と3章で述べた視点を踏まえて、いくつかの可能性を指摘しておきたい。第一に、3章で考察したように、買収防衛策導入によって株価に対してプラスの影響とマイナスの影響を与える理論仮説があったが、これらの要因がお互いに打ち消しあって、この結果をもたらしたという可能性がある。第二に、防衛策導入はすでに既定の方針であると市場は認識し、すでに織り込み済みで株価には反応しないと言うものである。1.2で示したように、日本の先行研究の多くが防衛策導入が始まった初年度の2005年には負の効果が認められたものの、2006年には有意な効果は認められていないという結果から類推すると、2007年を分析対象とした本論でも、同様の結果となる可能性は大きいものと考えられる。本論は、分析対象としてライツプラン型の防衛策に絞ったが、実際には2章で紹介し



表6 各イベント日におけるAARの検証とCAAR

イベント日数	AAR(平均超過収益率)	AARの $\theta$ 値		CAAR(累積平均超過収益率)
-10	0.3091%	2.1882	**	0.3091%
-9	-0.2032%	-1.3523		0.1059%
-8	0.2764%	2.5345	**	0.3823%
-7	-0.2040%	-1.9319	*	0.1783%
-6	-0.0396%	-0.5434		0.1387%
-5	-0.1830%	-1.5202		-0.0444%
-4	-0.1628%	-1.4660		-0.2071%
-3	-0.0563%	-0.4013		-0.2634%
-2	-0.1768%	-1.5117		-0.4402%
-1	-0.0741%	-0.4280		-0.5143%
0	0.0538%	0.2653		-0.4605%
1	0.2549%	1.4803		-0.2056%
2	-0.2426%	-1.8686	*	-0.4482%
3	0.0365%	0.3124		-0.4117%
4	-0.2774%	-2.3723	**	-0.6891%
5	-0.0785%	-0.5226		-0.7676%
6	0.1644%	1.1527		-0.6032%
7	0.0069%	0.1860		-0.5963%
8	-0.1151%	-1.1483		-0.7113%
9	-0.0088%	0.3913		-0.7201%
10	-0.1109%	-0.8521		-0.8310%

	CAAR	$\theta$ 値
(-1, 1)	0.2346%	0.7607
(-2, 2)	-0.1848%	-0.9225
(0, 1)	0.3087%	1.2343
(0, 2)	0.0661%	-0.0710
(0, 5)	-0.0785%	-0.2134
(0, 10)	-0.3167%	-0.8973

注)  $\theta$ 値は、1%有意水準\*\*\*, 5%有意水準\*\*, 10%有意水準\*

(-1, 1) イベント日前日から翌日

(-2, 2) イベント日2日前から2日後

(0, 1) イベント日と翌日

(0, 2) イベント日から2日後

(0, 5) イベント日から5日後

(0, 10) イベント日から10日後

たように広い意味での様々な防衛策が存在する。こういった広義の防衛策が広く行われてきている現状を考えると、市場はすでに防衛策導入を織り込み済みであるという議論は説得力がある。また、第二の議論にも関連しているが、第三に、ライツ

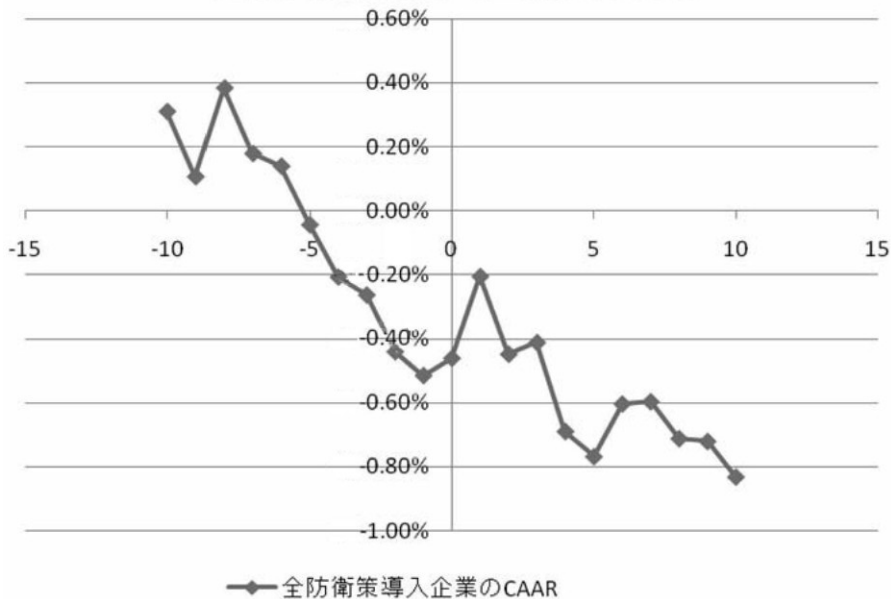


図3 全防衛策導入企業のCAAR

プラン型防衛策自体が敵対的買収の防衛には、それほど有効なスキームではないのではないかという議論が司法の現場を中心に広まってきていることである。もし、ライツプラン型防衛策が防衛に有効でないという認識が市場に行き渡っていれば、それが経営者の保身行動の結果としての導入だとしても市場は反応しないだろうし、買収の際の交渉力の増大にも結びつかないので株価に大きな影響は与えないであろう。

#### 4.3.2 サンプル分類による分析の結果と解釈

「取締役会決定型」と「株主意思確認型」にサンプルを分類して分析をした結果が図表10、図4、図5にまとめられている。表7は、分類したサンプルそれぞれのイベント日前後の10日間のAARとその $\theta$ 値、CAARおよびイベント・ウィンドウ内でのいくつかの期間でのCAARと $\theta$ 値を示している。図4、図5には、それぞれのイベント日前後10日間のCAARの推移をグラフで示している。表7をみると、「取締役会決定型」ではイベント日のAARは、プラスの0.1911%となったが、統計的に有意にゼロから乖離していない。翌日は、AARがプラスの0.5185%、 $\theta$ 値が3.2537と1%水準でプラスで有意である。一方、「株主意思確認型」では、イベント日のAARは-0.5727%、 $\theta$ 値-1.9452で10%水準でマイナスで有意である。さらに、イ

表 7

## 取締役会決定型

イベント日数	AAR	$\theta$ 値		CAAR
-10	0.3721%	2.4222	**	0.3721%
-9	-0.2255%	-1.4540		0.1466%
-8	0.4399%	3.3922	***	0.5865%
-7	-0.2973%	-2.3663	**	0.2893%
-6	-0.0570%	-0.5986		0.2322%
-5	-0.2497%	-1.8625	*	-0.0175%
-4	-0.1793%	-1.4472		-0.1967%
-3	-0.1321%	-0.9710		-0.3289%
-2	-0.1225%	-1.0984		-0.4514%
-1	-0.0903%	-0.4760		-0.5417%
0	0.1911%	1.2032		-0.3507%
1	0.5185%	3.2537	***	0.1679%
2	-0.1457%	-0.9938		0.0221%
3	-0.0295%	-0.1298		-0.0073%
4	-0.1360%	-0.9168		-0.1434%
5	-0.1177%	-0.6386		-0.2611%
6	-0.0080%	-0.2397		-0.2691%
7	-0.0386%	-0.2628		-0.3078%
8	-0.1552%	-1.2118		-0.4630%
9	0.0137%	0.3312		-0.4493%
10	-0.2076%	-1.1153		-0.6568%

## 株主意思確認型

AAR	$\theta$ 値		CAAR
0.0213%	-0.0135		0.0213%
-0.1011%	-0.0835		-0.0798%
-0.4706%	-1.2693		-0.5504%
0.2220%	0.4985		-0.3285%
0.0399%	-0.0029		-0.2885%
0.1213%	0.3933		-0.1672%
-0.0874%	-0.3661		-0.2546%
0.2902%	1.1281		0.0356%
-0.4246%	-1.2195		-0.3890%
-0.0001%	0.0073		-0.3891%
-0.5727%	-1.9452	*	-0.9618%
-0.9490%	-3.4605	***	-1.9109%
-0.6850%	-2.2851	**	-2.5958%
0.3375%	1.0146		-2.2583%
-0.9228%	-3.6381	***	-3.1812%
0.1005%	0.1316		-3.0807%
0.9519%	3.2319	***	-2.1288%
0.2149%	1.0004		-1.9138%
0.0683%	-0.1197		-1.8455%
-0.1114%	0.2154		-1.9569%
0.3302%	0.3731		-1.6267%

## 取締役会決定型

	CAAR	$\theta$ 値	
(-1, 1)	0.6193%	2.2698	**
(-2, 2)	0.3510%	0.8342	
(0, 1)	0.7096%	3.1123	***
(0, 2)	0.5638%	1.9746	**
(0, 5)	0.2806%	0.7168	
(0, 10)	-0.1151%	-0.2145	

## 株主意思確認型

	CAAR	$\theta$ 値	
(-1, 1)	-1.5219%	-2.9938	***
(-2, 2)	-2.6315%	-3.8245	***
(0, 1)	-1.5218%	-3.6716	***
(0, 2)	-2.2068%	-4.2651	***
(0, 5)	-2.6916%	-3.9931	***
(0, 10)	-1.2376%	-1.5876	

注)  $\theta$ 値は、1%有意水準\*\*\*, 5%有意水準\*\*, 10%有意水準\*

イベント日の翌日は、AAR が-0.9490%、 $\theta$  値が-3.4605と1%水準でマイナスで有意、イベント日の2日後では、AAR が-0.6850%、 $\theta$  値が-2.5958で5%水準でマイナスで有意であった。また、表7下段のイベント・ウインドウ内でのいくつかの期間でのCAARの検定結果を見ると、「取締役会決定型」では、イベント日からその翌日の累積では0.7096%で $\theta$  値が3.1123で1%水準でプラスで有意、イベント日から2日後の累積では0.5638%で $\theta$  値が1.9746で5%水準でプラスで有意な結果が出ている。「株主意思確認型」では、イベント日から10日後の累積以外の全てにわた

って1%水準でマイナスで有意な結果が出ている。(図4, 図5も参照のこと)これらの結果は, 4.2.1での想定とは全く逆の結果である。したがって, この分析結果から, 防衛策導入が経営者のエンブレチメント, 保身的行動の結果であるという根拠を読み取ることはできない。しかし, 「株主意思確認型」では株主価値に何らかの影響を与えたことは確認できる。これをどう解釈すべきだろうか。

以下でいくつかの可能性を指摘しておきたい。第一に, 「株主意思確認型」のサン

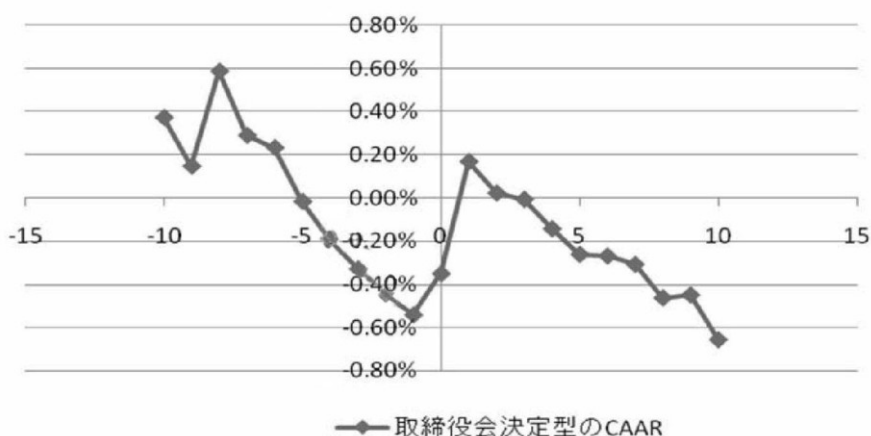


図4 取締役会決定形のCAAR

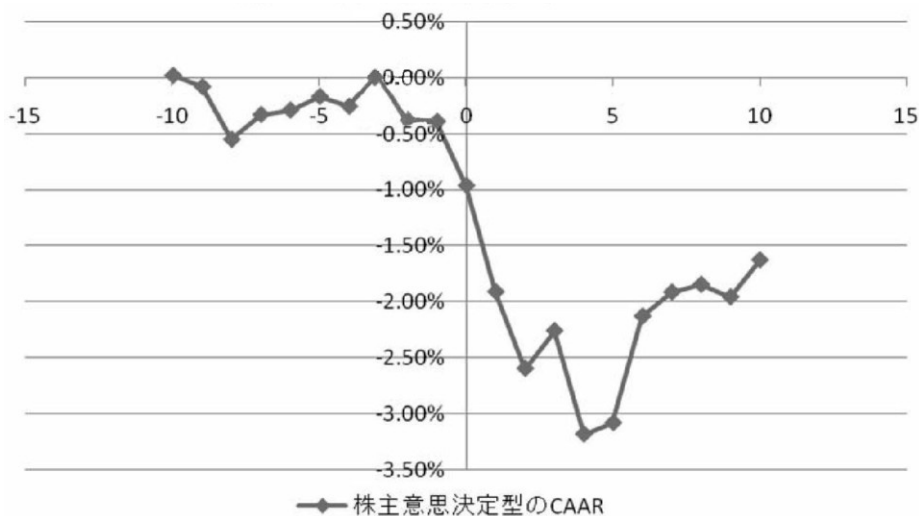


図5 株主意思決定のCAAR

プルは30社と少なく、取締役会開催日が重なっている企業が多ければ、本論では生じないことを前提としていた「クラスタリング」が発生している可能性がある。サンプルを調べると、取締役会開催日が重なるサンプルもあったが、それほど多くの重なりがあったわけではないので、可能性としては低いと思われる。第二に、2007年の中頃から明らかに買収防衛策策定の潮目が変わったことに関連するものである。2007年5月から、いわゆるブルドック・ソース事件が起こり、この事件での最高裁決定が、防衛策導入の実務の流れを変えたと言われている。詳細は置くとして、この司法判断では、株主の意思を背景にした新株予約権の発行は、差し止められる可能性が少なくなった。これを受けて、導入企業の経営者は、少しでも差し止めリスクを減らそうと、防衛策に株主意思をかませる形で制度設計を行ってきた形跡がある（岩井、佐藤（2008））。もし市場がこの動きを経営者の保身的行動と受けとめたとしたなら、あるいは、私的情報開示仮説が示唆するように、一見、株主重視型に見える「株主意思確認型」の事前警告型防衛策の中に経営者のエントレンチメント行動の情報が含まれていると市場が読み取れば、株価にマイナスの影響を与えると解釈することもできる。

従業員の平均勤続年数によって、サンプルを分類して分析をした結果が表8、図6、図7にまとめられている。サンプルの分類は、前サンプルのメディアンを境に上位79社と下位88社で行っている。表8は、分類したサンプルそれぞれのイベント日前後の10日間のAARとその値、CAARおよびイベント・ウィンドウ内のいくつかの期間でのCAARと $\theta$ 値を示している。図6、図7には、それぞれのイベント日前後10日間のCAARの推移をグラフで示している。表8をみると平均勤続年数上位と下位の両サンプルでイベント日にAARは、それぞれ $-0.0821\%$ 、 $0.1759\%$ 、イベント日の翌日のAARについてもそれぞれ $0.2950\%$ 、 $0.2189\%$ とプラスとなっているが、統計的に有意に0からかい離していない。平均勤続年数上位のサンプルでは、イベント日の2日後から4日後まで有意な結果が出ている。2日後では、AARが $-0.4198\%$ 、 $\theta$ 値が $-1.9378$ で10%水準でマイナスで有意、3日後では、AARが $0.3119\%$ 、 $\theta$ 値が $2.0552$ で5%水準でプラスで有意、4日後ではAARが $-0.4103\%$ 、 $\theta$ 値が $-2.5957$ で10%水準でマイナスで有意という結果となっている。一方の平均勤続年数下位のサンプルでは、どの日をとっても有意な結果が出ていない。また、図6と図7をみると平均勤続年数上位のサンプルのCAARはほぼプラスの領域で推移しており、平均勤続年数均勤続年数下位のサンプルはほぼマイナスの領域で推移している。しかしながら、表8の下段のCAARの検定結果は、いずれも有意な結果はでていない。これらの結果を考察すると、4.2.1で記した「市場が

表 8

平均勤続年数上位 79社

イベント日数	AAR	$\theta$ 値		CAAR
-10	0.5638%	2.6105	***	0.5638%
-9	-0.2898%	-1.2016		0.2740%
-8	0.3858%	2.3649	**	0.6598%
-7	-0.1214%	-1.5084		0.5384%
-6	-0.1680%	-0.9391		0.3704%
-5	0.0885%	0.2962		0.4589%
-4	-0.2130%	-1.3789		0.2459%
-3	0.1415%	0.8453		0.3874%
-2	-0.2753%	-1.4580		0.1120%
-1	0.0649%	0.0464		0.1769%
0	-0.0821%	-0.7893		0.0949%
1	0.2950%	1.3367		0.3898%
2	-0.4198%	-1.9378	*	-0.0299%
3	0.3119%	2.0552	**	0.2820%
4	-0.4103%	-2.5957	***	-0.1284%
5	0.0276%	0.3339		-0.1008%
6	0.1353%	0.6739		0.0346%
7	0.0296%	0.3317		0.0641%
8	-0.0443%	-1.0118		0.0199%
9	0.0883%	0.6889		0.1082%
10	-0.0976%	-0.6634		0.0106%

平均勤続年数下位 88社

AAR	$\theta$ 値		CAAR
0.0804%	0.5410		0.0804%
-0.1254%	-0.7244		-0.0449%
0.1781%	1.2508		0.1332%
-0.2782%	-1.2322		-0.1450%
0.0757%	0.1413		-0.0693%
-0.4268%	-2.3749		-0.4961%
-0.1177%	-0.7130		-0.6138%
-0.2338%	-1.3538		-0.8476%
-0.0883%	-0.7010		-0.9360%
-0.1989%	-0.6336		-1.1349%
0.1759%	1.1134		-0.9590%
0.2189%	0.7727		-0.7401%
-0.0836%	-0.7381		-0.8237%
-0.2108%	-1.5168		-1.0345%
-0.1580%	-0.8087		-1.1925%
-0.1738%	-1.0363		-1.3663%
0.1905%	0.9494		-1.1758%
-0.0134%	-0.0581		-1.1891%
-0.1786%	-0.6233		-1.3678%
-0.0959%	-0.1137		-1.4637%
-0.1229%	-0.5453		-1.5866%

平均勤続年数上位

	CAAR	$\theta$ 値	
(-1, 1)	0.2778%	0.8711	
(-2, 2)	-0.4173%	-1.3637	
(0, 1)	0.2129%	0.9522	
(0, 2)	-0.2068%	-0.1279	
(0, 5)	-0.2777%	-0.8131	
(0, 10)	-0.1664%	-1.0968	

平均勤続年数下位

	CAAR	$\theta$ 値	
(-1, 1)	0.1959%	0.7111	
(-2, 2)	0.0239%	-0.0821	
(0, 1)	0.3948%	1.3115	
(0, 2)	0.3112%	0.6518	
(0, 5)	-0.2314%	-0.8888	
(0, 10)	-0.4517%	-0.7723	

注)  $\theta$ 値は、1%有意水準\*\*\*, 5%有意水準\*\*, 10%有意水準\*

「信頼の破壊 (Breach of Trust) の抑制仮説」の観点を反映して、反応するのなら、平均勤続年数の高い企業ほど、防衛策導入に対してポジティブに反応し、逆の場合はネガティブな反応になるのではないかと考えられる」という仮定を確認することはできなかった。総じて、平均勤続年数上位のサンプルがプラスの傾向が見受けられるものの統計的に有意な結果は見いだせず、3.2の「信頼の破壊 (Breach of Trust) の抑制仮説」の根拠を発見することはできなかった。



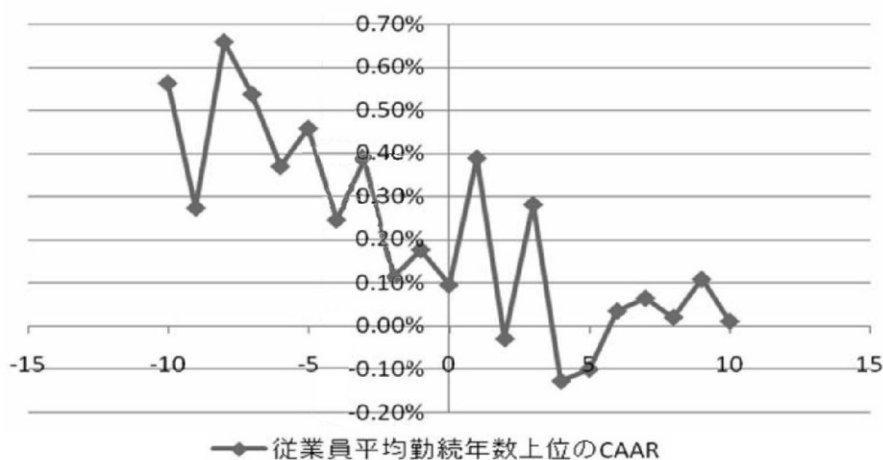


図6 従業員平均勤続年数上位の CAAR

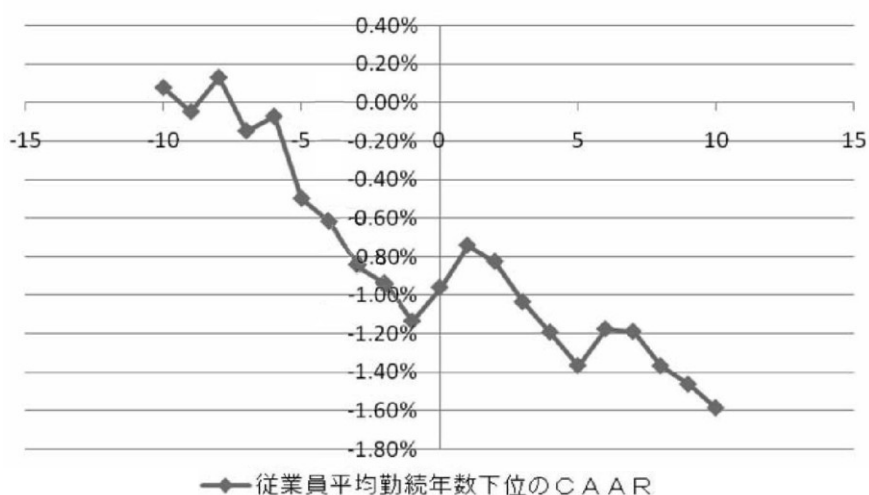


図7 従業員平均勤続年数下位の CAAR

## 5. おわりに

本論は、日本企業においてなぜ敵対的買収防衛策は導入されるのか、買収防衛策の導入は株主価値にどのような影響を与えるのかおよび買収防衛策導入の要因（原因）とその影響（結果）の間にはどのような関係があり、どのようなインプリケーションを得られるのかという問題を考察してきた。このような問題を解明するた

めに、買収防衛策の制度の概要と買収防衛策を巡る理論仮説を整理した後、2007年東証一部上場企業の中で、明示的な買収防衛策（ポイズンピル）を導入した企業をサンプルにして、防衛策導入企業の株価のイベント・スタディ分析を行った。つまり、イベント・スタディ分析での狙いは、単に防衛策導入企業の株価の動きを見るだけではなく、その動きの中から統計的な特徴を発見して、株式市場の反応とともに当該企業のガバナンスまで考察していこうとするものであった。これらの点を考慮しつつ、本論で得られた結果とインプリケーションを以下で要約しておく。

全サンプルの分析の結果、買収防衛策導入に株式市場は統計的に有意な反応を示さず、買収防衛策の導入が株価に影響を与えているとは言えない（帰無仮説を棄却できない）という結論を下すこととなった。この結果の解釈として、第一に、買収防衛策導入によって株価に対してプラスの影響とマイナスの影響をもたらす要因がお互いに打ち消しあったという可能性があること、第二に、防衛策導入はすでに既定の方針であると市場は認識し、すでに織り込み済みで株価には反応しないと言う可能性があること、第三に、ライツプラン型防衛策自体が敵対的買収の防衛には、それほど有効なスキームではないのではないかという認識が広まってきているので、株価に反応しないという可能性があることを指摘した。第一の解釈についていえば、3章で考察した理論仮説が偏りなく該当したことによって、この結果がもたらされたことになる。第二、第三の解釈についていえば、それが経営者の保身行動の結果としての導入だとしても、企業特殊的人的資本投資の保持・促進のためだとしても、株価に大きな影響は与えないであろうし、買収交渉の際の交渉力の増大にも結び付かないということがいえるであろう。

また、本論では、エントレンチメント（経営者の保身行動）仮説を検証するために防衛策の発動決定機関として「取締役会決定型」と「株主意思確認型」にサンプルを分類して分析を行った。結果として、「取締役会決定型」では有意な反応はなく「株主意思確認型」でマイナスで有意な反応が出た。想定とは全く逆の結果であった。したがって、この分析結果から、防衛策導入が経営者のエントレンチメント、保身的行動の結果であるという根拠を読み取ることはできない。「株主意思確認型」での株主価値への影響の解釈として、第一に「クラスタリング」の可能性、第二に、ブルドック・ソース事件の司法判断の影響を挙げた。この影響により経営者は、新株予約権の差し止めリスクを減少させるため「株主意思確認型」の防衛策を設計・導入し、それを市場が経営者の保身的行動と受けとめたとしたなら、株価にマイナスの影響を与えると解釈するものである。

さらに、「信頼の破壊仮説」を検証するため「従業員平均勤続年数」によってサン

プルの分類を行った上で分析をした。しかしながら、結果としては、いずれも有意な結果はでていない。平均累積超過収益率をみると平均勤続年数上位のサンプルがプラスの傾向が見受けられるものの統計的に有意な結果は見いだせず、「信頼の破壊（Breach of Trust）の抑制仮説」の根拠を発見することはできなかった。

全体として、本論での結果は、1.2で考察した、広瀬・藤田・柳川（2007）、広瀬（2008）や岡田・窪井（2007）、岡田（2008）の先行研究と整合的なものであった。つまり、彼らが2006年のデータで行った研究結果は、買収防衛策は株主価値に特に影響を与えているとは言えないという結論であったが、本論では2007年のデータを使って新たにそれを確認することができたということである。

最後に、挙げておかなければならないのは、本論で利用したイベント・スタディ分析の限界である。イベント・スタディは当該イベントの株価への影響を調べることによって、その現象の特徴をつかもうとする分析法である。しかし、本論の基本的なテーマである買収防衛策を巡る企業および経営者行動の性質をより詳細に検証するには、イベント・スタディは間接的な分析方法と言わざるを得ない。より明示的な実証方法を用いた分析を行うことは、今後の課題としておきたい。

## 注

- (1) 広瀬・藤田・柳川（2007）4～5ページを参照。
- (2) ただし、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イベント・スタディ分析を行い、株価に有意な負の影響を報告している。
- (3) 当該報告書は、当然拘束力のあるものではないが、2005年以降日本における買収防衛策の制度設計の指針となっている。なお、2008年6月には企業価値研究会から新たな報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策のあり方」が提出されている。
- (4) 滝澤，鶴，細野（2007）6～7ページを参照。
- (5) 両者の違いについては、福谷，土橋（2008）を参照。
- (6) 例外的発動の条件についての実務的な文献としては、清水（2005）、福谷，土橋（2008）152～153ページを参照。
- (7) Campbell, Lo, Mackinlay（1997）では、統計学的モデルとしてマーケットモデルの他に固定平均モデルとファクターモデルを挙げている。マーケットモデルの使用は、市場リターンの変動と関連する部分をリターンから切り離すことによって、異常リターンの分散を減少させられることで、固定平均モデルを利用するよりもイベント効果の検出力を高めることができると指摘している。また、マルチファクターモデルは、市場ファクターに追加されるファクターの限界的説明力が小さく、異常リターンの分散もあまり減少しないため、これを利用する便益は小さいと指摘している。また、経済モデルの例として、CAPMやAPTを挙げ、前者はその制約の妥当性に疑念があり、後者は分析の

複雑性を増す割にはマーケットモデルと比較して実際上の便益は少ないことなどを指摘している。

- (8) イベント・スタディの手法によって、プラスの要素とマイナスの要素が複雑に混在する状況を分析することは、自ずと限界がある。

## 参 考 文 献

- Arikawa, Y. and Y. Mitsusada (2007), “The adoption of Poison Pills and Management Entrenchment: Evidence from Japan”, mimeo
- 蟻川靖浩・三定洋介 (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 (早稲田大学21世紀 COE 叢書：企業社会の変容と法創造 第8巻)』日本評論社 165～184ページ
- John Y. Campbell, Andrew W. Lo, A. Craig Mackinlay (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press (祝迫得夫・大橋和彦・中村信弘・本多俊毅・和田賢治 (訳) (2003)『ファイナンスのための計量分析』共立出版)
- 千島昭宏 (2006)「株式市場における買収防衛策導入の影響」『横浜国立大学社会科学研究所』第11巻2号
- 千島昭宏 (2007)「敵対的買収防衛策—導入による株主価値への影響—」『月刊資本市場』2007年3月号, No259, 58～67ページ
- 千島昭宏, 中島幹, 佐々木隆文 (2006)「敵対的買収防衛策—インセンティブの分析—」『証券アナリストジャーナル』2008年2月号67～81ページ
- Coates IV, J. (2000), “Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence”, *Texas Law Review*, 79(2), pp271-382
- Comment, R. and G. W. Schwert (1995), “Poison or Placebo? : Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures”, *Journal of Financial Economics*, 39(1), pp3-43.
- 深尾光洋, 森田泰子 (1997)『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社
- 福谷 尚久, 土橋 正和 (2008)『M&A 敵対的買収防衛完全マニュアル』中央経済社
- Haan, M. A and Riyanto, Y (2006), “The effects of takeover threats on shareholders and firm value”, *Journal of Economic Behavior & Organization* 59 (1), pp45-68
- 峰谷豊彦, 山本修 (2008)「買収防衛策とコーポレート・ガバナンス」『管理会計学』第16巻第2号, 69～84ページ
- Heron, Randall A. and Erik Lie (2006) “On the use of poison pills and defensive payouts by takeover targets,” *Journal of Business*, 79, pp.1783-1807.
- 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：年日本のケース 2005」CIRJE ディスカッションペーパー CJ-182
- 広瀬純夫 (2008)「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」日本労働研究雑誌 50 (1) (通号 570) 号
- 岩井克人, 佐藤孝弘 (2008)『M&A 国富論』プレジデント社
- 川本真哉 (2007)「日本企業における敵対的買収防衛策の導入要因」『証券経済研究』第59号123～143ページ
- レコフ「MARR」2007年1月号～2008年8月号 株式会社レコフ

- MacKinlay, A. Craig (1997) "Event Studies in Economics and Finance," *Journal of Economic Literature* 35, pp13-39. c
- Malatesta, P. and R. Walkling (1988), "Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 20, pp347-376
- Manne, H. (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 73 (2), pp110-126.
- 松尾浩之, 山本健 (2006) 「イベント・スタディと経営意思決定の評価」日本政策投資銀行 設備投資研究所, 研究調査05-2
- 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－」第15回日本ファイナンス学会報告論文集
- 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 tren chement」, 『証券経済学会年報』, 第43号93-98ページ
- Shleifer, A. and L. Summers (1988), "Breach of Trust in Hostile Takeovers", in A. Auerbach (eds.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago: *University of Chicago Press*
- 清水俊彦 (2005) 「ポイズンピルと司法判断」『金融法務事情』1746号104ページ
- Takizawa, Miho, Kotaro Tsuru, and Kaoru Hosono (2007) "Motivation for adopting anti-takeover method : the empirical investigation of the managerial entrenchment hypothesis in Japanese." *RIETI Discussion Paper Series 07-J-033*.
- 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 07-J-033*
- 渡邊 顯, 辺見 紀男 (編集) (2005) 『敵対的買収と企業防衛』日本経済新聞社
- 渡邊 顯 (2007) 『敵対的買収』角川書店
- 柳川範之 (2006) 『法と企業行動の経済分析』日本経済新聞社