

買収防衛策導入時の株価へ影響¹

Community view と Property view の観点から

神戸大学 忽那研究会

Amarbaatar Siilen

小林秀行

西村壯平

本郷昌彦

2007年12月

¹本稿は、2007年12月1日、2日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2007」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、忽那教授（神戸大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要約

本稿は、日本における買収防衛策導入時における株価への影響を見ている。欧米では実証研究が存在するものの、敵対的買収については各国それぞれで法律や制度にかなり違いがあり、それらの結果をそのまま日本にあてはめるわけにはいかない。そこで本稿では、初めて本格的に導入が行われた2005年から直近の2007年に焦点を当てた実証分析を行い、敵対的買収防衛策導入が、企業の株価にどのような影響を与えるのかを分析した。

野村證券金融経済研究所（2006）によると日本で買収防衛策を導入した企業は一般的に株価を下げると言われている。日本での買収防衛策に対する市場の反応は、アメリカと全く同じ要因が働いているとは考えにくいため、日本独特の要因を検証することがこの論文の意義である。特に、近年大きく変化してきた株主構成と、日本の経営理念が大きく影響を与えていると仮説を立てた。その中でも、株主構成は買収防衛策の先行研究では注目されていなく、本稿の大きな特徴である。

分析結果は平均勤続年数がCAR(012)に対して-0.24%前後の変化をもたらしており、5%水準で統計的有意である。そして、「平均勤続年数」を用いた回帰分析のR-squared値も一番高かった。それに対して、「雇用調整速度」に関して有意の結果が得られなかつた。つまり、投資家は終身雇用や従業員重視などのパラメーターとして「雇用調整速度」などの難しい概念を用いずに比較的に手に入れやすい「平均勤続年数」を使って投資判断に反映させているのではないかと考えられる。

導入年ダミー変数において統計的有意ではないが、2005年は1-2%のマイナスの株価をもたらしたに対し、2005年はマイナス幅が小さくなり、2007年には係数がプラスに転じているということから、買収防衛策に対するマーケット反応が変わってきたという仮説に沿った結果になったといえるだろう。3年間のデータしかなかったため、統計的有意な結果にならなかつたのではと我々は考える。

「外国人投資家比率」に関しては交差項を用いた場合も統計的に有意な結果は得られなかつた。解釈として、次の二つが考えられる。まず、Property viewを持つ株主が増加したことが買収防衛策を導入した際の株価に影響与えないという解釈である。もう一つの解釈は、Property Viewを持つ株主は外国人投資家に限らず、機関投資家などを含めているということだ。もし、後者が事実であれば、前者について事実だといえなくなるのである。我々は、今後の課題として、「Property Viewを持つ株主」の定義を考え直して、広義の「Property Viewを持つ株主」に関するデータを用いて「Property Viewを持つ株主」が買収防衛策導入時の株価に影響を与えていたかを検証したいと考えている。

目次

はじめに

第1章 先行研究レビュー

第1節 (1. 1) 買収防衛策導入に関する先行研究

第2章 仮説の設定

第1節 (2. 1) 仮説の設定

第3章 リサーチデザイン

第1節 (3. 1) データソース

第2節 (3. 2) 検証モデル

第3節 (3. 3) 変数の説明

第4節 (3. 4) 記述統計量

第4章 検証結果と考察

第1節 検証結果と考察

第5章 結論と今後の課題

第1節 (5. 1) 政策提言

第2節 (5. 2) 今後の課題

参考文献・データ出典

はじめに

我が国では、今まで敵対的買収がほとんど存在しなかったこともあり、現実的にも経済理論的にも重要なこの問題について、実証研究はあまり行われてこなかった。また、そもそも我が国では、敵対的買収防衛策は2005年になって本格的に導入されたため、その経済的影响について十分な理論的・実証的検討が行われてきたとは言いたい。欧米ではある程度の実証研究が存在するものの、敵対的買収については各国それぞれで法律や制度にかなりの違いがあり、それらの結果をそのまま日本の事例にあてはめるわけにはいかないと考える。そこで本研究では、初めて本格的に導入が行われた2005年から直近の2007年に焦点を当てた実証分析を行い、敵対的買収防衛策導入が、企業の株価にどのような影響を与えるのかを分析したい。

まず、企業金融の基本的な考え方からすれば、企業買収はそれが敵対的なものであっても、企業価値および株主の利益にとってプラスの要素と考えられている。なぜならば、より高い株価で買収しようとする買収者はそれだけ新たな経営に自信を持っているのであり、それを実現させることによってより価値のある効率的な企業経営が行われると考えられるからである。

また、実際に買収が行われなくても敵対的買収の脅威があること自体が、経営者に適切な規律付けを与えるという観点から、株主の利益にプラスの効果があると考えられる。株主の利益に反する経営を行えば株価の低下を招き、敵対的買収の標的とされる可能性が高まってしまう。買収が実現して経営交代が迫られることを予想すれば、経営者は株主利益を損なうような経営を回避するはずだからである。

以上の点から、プラスの効果を産む要因の裏返しを考え、敵対的買収の可能性を減少させる買収防衛策の導入は、経営改善の可能性をも減少させ、経営者への規律付け効果を低下させるマイナスの効果があると考えられるだろう。買収防衛策導入によって経営者の裁量の範囲が増し、保身行動に走る可能性が高くなると株式価値にマイナスの影響が生じる恐れがあると考える。

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障を与え、企業に特殊的な人的投資を足すなどのプラスの効果をもたらす可能性があることも指摘されている。現実には、投資家と経営者との間に情報の非対称性が存在するため、株価が常に適正に評価されているとは限らない。たとえば、経営者のコントロールが及ばない外的ショック等でも、一時的に株価が低下する恐れがある。そのような場合に、敵対的買収によって容易に経営者の地位を解任されるのであれば、経営者は、本来、経営の効率性を向上させるために必要である企業特殊的な人的投資を躊躇するかもしれない。このような場合に、買収防衛策を通じて買収者に正しい情報を伝えることができるのであれば、適正な経営努力を払っている経営者は解任を恐れる必要がなくなる。その結果、経営者の人的投資を促すことができるという意味でプラスの効果をもたらす可能性もある。あるいは、買収が仕掛けられた際、買収防衛策があることによって買収価格を引き上げることができるならば、株主の利益が増す可能性もある。

さらに買収防衛策が導入されたとしても、それは買収防衛策が発動された（例えば実際に新株予約券が発行された）というわけではないという点にも注意が必要である。そのため、

そもそも買収防衛策の導入時点において、どの程度敵対的買収の可能性を低下させるのか、またそれによってどの程度企業価値や株式価値に影響が出るのかはあまり明らかではない。この点からも、実証分析を行って実際の行動を検証する意義がある。

先行研究によると米国では、1960年代から1979年までは買収防衛策が株価にプラスの影響を与えた。その後の主な研究は1980年代前半を対象にして行った研究で、買収防衛策を導入した場合、株価がマイナスの影響を受けていた。さらに、1980年代後半から1990年代前半の買収防衛策導入の事例を対象にした論文では、株価に大きな影響を与えない結論づけている。つまり、米国の経済や株式市場の流れによる影響を受けて、買収防衛策の導入に対するマーケットリアクションが変化してきたといえるだろう。

この株価の変動が日本において、アメリカと全く同じ要因が働いているとは考え難い。よって、日本独特のマーケットリアクション、そしてそのリアクションをもたらしている要因を検証することが本稿の意義である。特に、近年大きく変化してきた株主構成と、日本の經營理念が大きく影響与えていると仮説を立てた。その中でも、株主構成は先行研究で注目されておらず、本稿の大きな特徴である。

以下第2章では、買収防衛策導入に関する先行研究を挙げている。第3章では、分析におけるリサーチデザインを述べている。そして、第4章では、分析の検証結果と考察を検討している。最後に第5章では、結論と今後の検討課題を述べている。

第1章 先行研究のレビュー

第1節 買収防衛策導入に関する先行研究

M&A ブームが今までに何度か発生した欧米では、M&A の研究はもとより、買収防衛策に関する研究も盛んである。欧米の買収防衛策に関する論文には、主に 3 つのタイプが存在する。

まず 1 つめとして、1970～1980 年代に行われた Jarrell and Poulsen (1987)、Malatesta and Walkling (1987)、Ryngaert (1987)、McWilliams and Sen (1997) による、買収防衛策を導入すると株価にマイナスの影響を与えるという経営者保護仮説を検証した先行研究がある。Jarrell and Poulsen (1987) は 1979～1985 年の間に導入された 649 件の買収防衛策を対象に、累積アブノーマルリターンを使って買収防衛策の資産価値効果を調べている。結果は買収防衛策全体で、平均マイナス 1.25% の累積アブノーマルリターンを示している。当時人気のフェア・プライス策の導入による累積アブノーマルリターンが統計的優位でないマイナス 0.65% だったのに対し、それ以外の買収防衛策が統計的優位なマイナス 3% の累積アブノーマルリターンをもたらしている。さらに、機関投資家が少なく、社内株主が多い企業ほど買収防衛策導入による株価へのマイナスの影響が大きいことも指摘している。彼らはこれを、有害的な買収防衛策が株主総会で認可されてしまう現象の一因であろうとみなしている。さらに Malatesta and Walkling (1987) は、1982～1986 年の間にポイズンピルを導入した 132 社を対象に実証分析を行った。導入発表日のアブノーマルリターンは、統計的優位のマイナス 1% であったと報告している。さらに、ポイズンピルを導入する企業が同一業界内で比較すると、収益性の低い企業がほとんどであり、経営陣の持分が小さいほどポイズンピルを導入する傾向が見えるという結果も報告している。また、Ryngaert (1987) は 1982 年から 1986 年の間にポイズンピルを導入した企業を対象に研究している。この論文の結果も経営者保護仮説に沿っている。特に制限的なポイズンピルの導入が株価下落につながることが明らかにした。さらに、裁判でポイズンピル導入が棄却された場合株価が上昇しており、逆に認可された場合株価下落につながることを明らかにした。加えて、McWilliams and Sen (1997) は 1980 年から 1990 年までに導入された 265 件の買収防衛策を対象に研究している。買収防衛策に対するマーケットリアクションを取締役構成などのガバナンスの要因で説明している。社内取締役の割合が増えるほど株価の下げ幅が大きくなっていた。さらに CEO が会長を務めた場合、この影響がもっと大きくなっていた。彼らは、CEO と会長が同一の人物の場合社外取締役によるモニタリングの重要性があがると結論づけている。これら初期の M&A の研究は、経営者保護説を主張する結果となっている。

2 つめとして、1980 年代に行われた研究で、DeAngelo and Rice (1981)、Linn and McConnell (1982) による、買収防衛策を導入すると株価にプラスの影響を与えるという株主利益仮説を検証した先行研究が存在する。DeAngelo and Rice (1981) は、買収取引が行われるようになった場合、買収される側の交渉力が買収防衛策によって高まっているので、買収プレミアムが高くなることを指摘している。さらに、買収防衛策がマネジメントに

とって長期的な雇用契約の役割を果たしており、マネジメントに長期的な戦略に踏み出すインセンティブを与えていていることも発見している。また、買収防衛策が経営者保護のために導入されていたとしても、さらに費用のかかる職の保証策の導入を防げる役割を果たせることも考えられると報告している。以上の要因の中で、主になる要因を一つに限定せず実証分析を行っているが、その結果有意な結果を得られていなかった。Linn and McConnell (1982) は1960～1980年の間に導入された買収防衛策を対象に研究している。買収防衛策について取締役会で発表された日、手紙によって株主に通知した日、株主総会が行われた日という3つのEvent-Timeで実証分析を行ったところ、統計的に有意でないが、買収防衛策がプラスのアブノーマルリターンをもたらすという結論にたどり着いた。さらに、買収防衛策を導入し、後に解除した場合を調べたところ、統計的に有意なマイナスのアブノーマルリターンをもたらしていた。つまりここでは、「株主価値」仮説を主張する結果になっている。

さらに時代はすすみ、1990年代に行われたComment and Schwert (1995)、Datta and Iskander-Datte (1996)による買収防衛策の長期的な効果から導入後のマーケットの反応を裏づけようと勤めた先行研究が存在しており、その結果、買収防衛策は株価にほとんど影響を与えないという結論になっている。Comment and Schwert (1995) は1983～1991年の間に導入された全1577件のポイズンピルを対象に研究を行っている。彼らによると、買収防衛策が将来に買収を受ける可能性を低めいれば、その導入が株価にマイナスの影響を与えると指摘している。一方、株価にプラスの影響を与える要因として挙げられたのは、近い将来買収される可能性のシグナルとしての効果、また、導入により交渉力が高まるため、買収される場合の高いプレミアムの発生などである。しかし、短期的や長期的な様々な分析を行った結果、買収防衛策には系統的な買収抑止効果がなく、よって株価にもマイナスの影響を与えないはずであるという結論に至った。しかし、マーケットの短期的反応はわずかにマイナスに転じていたので、この差をマーケットの誤った見積もりとみなしている。Datta and Iskander-Datte (1996) は、ポイズンピル導入が債権や株式の持ち主に与える資産価値効果を調べている。ポイズンピル導入は株価にほとんど影響を与えなかつたのに対して、債権には統計的に有意なマイナスの影響を与えていた。社内株主が多いほど、その影響が大きくなることを示し、社内株主の存在はマネジメントと株主の間のエージェンシーコストを減少させる一方で、株主と債権所有者の間のエージェンシーコストを増加させると結論つけている。

以上から見ると、米国では買収防衛策の株価に与える影響は、経済や株式市場の状態などの影響を受けて変化してきた。1960年代から1970年代までに導入された買収防衛策は株価にプラスの影響を与えた。これらのケースを対象に行われた初期の研究では、買収防衛策の導入が株価にどんな影響を与えるかをイベントスタディーメソッドで検証し、その要因を理論的に説明するような研究が多かった。その後の研究は、マーケットリアクションの要因まで実証分析を行い、買収防衛策導入の際、株価が下落する企業は比較的に業績が低く、ガバナンスが衰えている企業が多いということが明らかにされている。これらの研究の影響を受け、1990年代前半は買収防衛策導入が株価に負の影響を与えるという経営者保護仮説の考えが一般的になっていた。しかし、買収防衛策の資産価値効果は実際に買収取引が行われたか、買収プレミアムには影響があったのかなどで決められるので、導入時の株価の変動だけでは資産価値効果を發揮しきれない。最近の研究ではこの論点に目をつけ、長期的な分析を数多く行ったところ、買収防衛策には買収阻止効果が少なく、株主に対する資産価値効果も少ないという結論に至っている。

これらの研究が焦点を置いてきた買収防衛策導入時の株価の変動をもたらす要因は一般的に企業のガバナンスや業績に関する要因である。つまり、米国では株主資産価値にマイナスの影響を与えるような買収防衛策が導入されてしまうということをガバナンスの問題だとしか考えなかつたといえるだろう。

第2章 仮設の設定

第1節 仮説の設定

第一章で述べたように、米国では1960年代から1979年までは買収防衛策が株価にプラスの影響を与えた。その後の主要な研究は1980年代前半を対象にして行った研究で、買収防衛策を導入した場合株価がマイナスの影響を受けていた。さらに、1980年代後半から1990年代前半に導入された買収防衛策を対象とした論文では、株価に大きい影響を与えるないと結論づけている。つまり、米国では買収防衛策の株価に与える影響は、経済や株式市場の状態などの影響を受けて変化してきたといえるだろう。

日本においては初めて買収防衛策を導入する企業が現れてから約3年しか経っていないが、西村（野村證券金融経済研究所 2006）によると株価は下落すると言われている。日本での買収防衛策に対するマーケットの反応は、アメリカと全く同じ要因が働いているとは考え難い。よって、日本独特のマーケットリアクション、そしてそのリアクションをもたらしている要因を検証することが本稿の意義である。特に、近年大きく変化してきた株主構成と、日本の経営理念が大きく影響与えていると仮説立てた。その中でも、株主構成は先行研究で注目されていなく、本稿の大きな特徴である。

さらに、近年、変化する日本の株主構成と古くから強く根付いている日本の経営の理念との間に大きな相違が発生し、それによる株価への影響が買収防衛策の導入を通して考察できるのではないかと考えた。

ここで、本稿は、Community view をもつ企業が買収防衛策を導入すると、Property view をもつ外国人投資家の反発により株価の下落を招く、と仮定している。

Community view とは Ronald Dore (2000)によると共同的見解と訳され、企業はすべてのステークホルダーのもの（特に日本は従業員を重視する傾向）であり、株主は数多くあるステークホルダーの一部であるという見解のことである。これは、日本の企業では多く見られる文化である。

【図表1】

我々が考えた日本の独自性とは、日本の経営である。James C. Abegglen(1980)によると代表的な日本の経営の要素としては、終身雇用、年功序列、企業別組合が挙げられる。

我々はこれらの日本の経営を表す指標として雇用調整速度を用いて終身雇用を考察することにする。ここで雇用調整速度の特徴や妥当性を検討していく。

そもそも雇用調整とは、企業が景気の変動や事業活動の増減によって生ずる労働力需要の変化に対処することであり、雇用調整速度とはその対処の速度である。松村(1995)によれば、日本は他の先進諸国と比較すると、雇用調整速度が遅い国であるといわれている。そして Chuma(2002)は、1990年代後半の不況を背景に、大規模な雇用調整が行われてきていると指摘する。その結果、樋口(2001)は、日本企業の雇用調整速度が一般的に速くなっていると発見している。不況を背景として行われる雇用調整とは、当然のことながら雇用の削減

を意味する。ここでの雇用調整速度とは、遅いほど job security が強いと考えられ、つまりは終身雇用を表すひとつの指標になりうる。

さらに企業間の雇用調整の違いについて2通りの説明も行われている。第1は労働組合の効果であり、野田（1998）は中規模の企業では組合企業の雇用調整速度が非組合企業より遅いことを示した。第2は資本構成による説明で、阿部（1997）は銀行の持株比率や間接金融依存度が高いほど雇用削減が緩和されるという結果を得た。ここでは、雇用調整速度が企業組合や間接金融といった日本の経営の特徴をも包含している変数になりうることがわかる。本稿ではこれらの理由により、雇用調整速度を変数として用いることとした。

具体的には、雇用調整速度が「遅い」とは、解雇率が低く組合企業が多く、銀行の持株比率や間接金融依存度が高いといった、Community view を色濃くするものと理解している。さらに、終身雇用に着目して、社員の平均勤続年数も変数に含めようとしている。

Property view を持つ株主とは、Ronald Dore (2000)によると、一般的に株式会社の所有者は主に株主であると考える投資家のことである。Giannetti and Simonov(2006)によると、一般的に経済的利益だけを追求する（つまり、property view を持つ）投資家として外国人投資家や機関投資家が考えられる。特に機関投資家は比較的強いガバナンス（株主第一主義が強く守られている）企業を好む傾向がある。ここで、我々は Giannetti and Simonov(2006)の考えに沿い Property view である外国人投資家に着目する。外国人投資家の定義としては、東京証券取引所の定義に則して、外為法第6条の6項の「非居住者」（「非居住者」とは、居住者以外の自然人及び法人をいう。）を用いる。有価証券報告書等から集められた株主データから外国人投資家を割り出し、株主構成内の外国人投資家比率を算定する。外国人投資家が多いほど、Property view が色濃く出ている株主構成と判断する。

この買収防衛策における株価へのマイナスの効果の原因として、本稿では Community view と Property view の衝突が関係していると仮定する。

以下では、なぜこのように仮定をしたか説明していく。

Community view の経営陣は、敵対的買収が行われることは経営陣と従業員、顧客等の間の背信につながると考えている。なぜなら、現経営陣から経営権を新たに持った新経営陣に移行した際に、今まで築き上げてきた関係が崩れてしまう可能性が大きいと考えているからである。さらに、企業買収の脅威にさらされたとき、経営陣は現在の収益をかさ上げしようとして、長期的な投資を怠り、経営視野が短期的になってしまふと主張する。これによって買収防衛策の導入を主張する傾向にある。

一方 Property view としては、企業買収、特に敵対的買収による経営者の規律付けは、株主価値にも企業にとってもプラスの効果があると考えている。この様に考えると、買収防衛策は経営者に対する規律付けを弱め、既存株主の利益を犠牲にすることで現経営陣の役職と自由度を確保するのを可能にすると考えることもできる。よって、買収防衛策の導入を承諾し難い傾向を持つ。

これらの意見の相違により、Community view 企業から Property view の株主離れが起ると推測できる。

我々は、Community view を色濃く反映している企業と、Property view を色濃く反映している二企業間の意見の対立、乖離度が大きければ大きい程、株価にマイナスの影響をもたらすと考えた。しかし、これら Community view と Property view の二者の「ギャップ」なるものをはかる手段に苦戦している。これらのギャップの大きさと、株価下落の大きさをリンクさせるのが最大の焦点になっている。

第3章 リサーチデザイン

第1節 データソース

買収防衛策導入企業サンプルの収集期間は、2005年1月から2007年9月末までである。なおサンプルからは新興市場（東証2部、ジャスダック、マザーズ、ヘラクレス）上場企業、金融業を除いている。また、イベント発表日（0日）は最も早く市場に伝わった想定される日付を利用した。イベント発表日の決定については、日本経済新聞の記事データベース・サービスである『日経テレコン21』の記事検索サービスを利用しており、各社のプレスリリース日との比較した上で最も早い日をイベント発表日に設定した。

株式収益率のデータソースとして、東証株価指数（TOPIX）と各東京証券取引所上場企業の日次株価データを使って求めている。これらはYahoo!ファイナンスから検索し、各自のデータを得た。市場の株式収益率を計算するための代理変数としてTOPIXを使用し、また、企業の株式収益率を計算するためにそれぞれの銘柄の日次株価データを使用している。

雇用調整速度、外国人投資家比率の算出に関するデータは、日経NEEDS Financial Questより取得した。雇用調整速度の算出にあたっては時系列データを用いて推定するため、その期間についてはデータ収集が可能であった1997年から2007年の十年間と設定している。外国人投資家比率にあたっては、買収防衛策導入年の外国人投資家持株数と総株主数のデータ抽出している。

平均勤続年数については、EDINETで公開されている各企業の、買収防衛策導入年に発表されている有価証券報告書から抽出している。

第2節 検証モデル

今回は、モデルを説明変数の違いで、大きく三つにわけている。さらにそのなかでも、非説明変数をイベント日から0日1日に設定している累積アブノーマルリターンのものと、0日1日2日の累積アブノーマルリターンのものとで二つにわけており、計6つのモデルを提示する。

モデル1-1 : $CAR(01)=F$ （「雇用調整速度」、「外国人投資家比率」、「速度・外国人」）

モデル1-2 : $CAR(012)=F$ （「雇用調整速度」、「外国人投資家比率」、「速度、外国人」）

モデル1では説明変数を、雇用調整速度、外国人投資家比率、およびその二つの変数の交差項に設定している。

モデル 2-1 : CAR(01)=F (「平均勤続年数」, 「外国人投資家比率」, 「勤続・外国人」)

モデル 2-2 : CAR(012)=F (「平均勤続年数」, 「外国人投資家比率」, 「勤続・外国人」)

モデル 2 では説明変数を、平均勤続年数、外国人投資家比率、およびその二つの変数の交差項に設定している。

モデル 3-1 : CAR(01)=F (「y2005」)

モデル 3-2 : CAR(012)=F (「y2005」)

モデル 3-3 : CAR(01)=F (「y2006」)

モデル 3-4 : CAR(012)=F (「y2006」)

モデル 3-5 : CAR(01)=F (「y2007」)

モデル 3-6 : CAR(012)=F (「y2007」)

モデル 3 では説明変数を、2005 年、2006 年、2007 年、各年の年数ダミーに設定している。

第3節 変数の説明

アブノーマルリターン

本論文ではイベント・スタディという手法を用いて分析を行っている。イベント・スタディとは、何らかのイベントが株価に与えた影響を分析するために用いられる手法であり、この手法ならば市場全体の動きの影響を取り除いたそのイベント自身だけによる影響を取り出すことができる。

イベント・スタディを行うにあたって用いられる株式収益率のデータソースとして、東証株価指数（TOPIX）と各東京証券取引所上場企業の日次株価データを使って求めている。これらは Yahoo! ファイナンスから、データを一つ一つ得た。市場の株式収益率を計算するための代理変数として TOPIX を使用し、また、企業の株式収益率を計算するためにそれぞれの銘柄の日次株価データを使用している。

ここで、推定に関する期間について説明をする。イベント・スタディでは、イベントから影響を受けない期間における通常の株価収益率より企業固有の α と β を推定する。この期間のことを推定期間と呼ぶ。手順そのものは Brown and Warner (1985) に示された、現在では標準的な手法にした。推定期間をアナウンスメント日の 120 日前から 20 日前までの 101 日間とし、サンプル企業の株式リターンを TOPIX 指数のリターンに単純回帰させて α と β を求めている。

イベント期間はアナウンスメント日の 30 日前から 30 日後までの 61 日間として以下のよう

に、 α_i 、 β_i ならびに TOPIX リターンの実現値からなる正常リターンを企業 i のリターンの実現値から差し引いた回帰残差を求め、これをアブノーマルリターン (AR: abnormal return) とした。これは以下の式で表すことが出来る。

$$AR_i = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{M,t} \dots (1)$$

個別企業 i について(1)式で求められたアブノーマルリターンは各日について、サンプル間で横断面的に集計し、以下のように平均値を求めてこれを平均アブノーマルリターン (AAR: average abnormal return) と呼ぶ。

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{t=-30}^N AR_{i,t} \dots \dots (2)$$

さらに AAR が時系列にしたがってどのように推移したのかを把握するために、AAR をイベント期間中に以下のように日々累積した累積平均アブノーマルリターン (CAAR: cumulative average abnormal return) を設定した。

$$CAAR = \sum_{t=-30}^{30} AAR_t \dots \dots (3)$$

本稿では (3) をグラフに描くことによって、株価の反応がどの程度の大きさで、どのようなタイミングで現れ、事後的にどのように推移していくのかを考察できるようにした。

本論文では、累積平均異常収益率を非説明変数に設定しているが、ここでの期間はイベント日から 0 日目、1 日目の累積と、0 日目 1 日目 2 日目の二つを採用している。買収防衛策導入のアナウンスがあるのは、株取引が終わった午後に発表されることも多い。この理由として、市場の混乱をさけるためであることがあげられる。よって、0 日目だけでは不十分であり、1 日目と 2 日目の累積をとることでこの問題を回避することができ、純粋にアナウンス効果の大きさを測ることができる。

雇用調整速度

Community view を表す指標として、雇用調整速度を変数に加える。雇用調整速度の算出にあたっては、Abe (2002) や駿河、中島 (1997) で使われている雇用調整分析で最もよく使用される部分調整モデルをもとにしている。部分調整モデルは、前期の雇用者数を N_{t-1} 、当期の雇用者数の実現値を N_t 、当期の最適な雇用者数を L^*t と表している。(今回は、買収防衛策導入年を当期とし、前期はその前年に設定している。) このとき、当期の最適な雇用者数は以下のような式で表される。

$$\ln N_t - \ln N_{t-1} = \lambda (\ln L^*t - \ln N_{t-1}) \dots \dots (1)$$

(1)式において、 λ が今回求める雇用調整速度である。最適な雇用者数と前期の雇用者数とのギャップを埋めることは 1 期では実現できず、 λ の割合だけ調整される。なお、 λ が 1 に近いほど、調整速度は速く、0 に近いほど遅いということになる。

さらにここで、最適な雇用者数 L^*t は、生産量 Y と賃金 Z に依存する。生産量は賃金との相関を考慮するために売上高をもちいている。このように定めたとき、最適な雇用者数 L^*t は以下のような式で与えられる。

$$\ln L^*t = a_1 + a_2 \ln Y_t + a_3 \ln (W_{t-1}/P_{t-1}) \dots \dots (2)$$

(2)式において、 P_{t-1} は一期前の GDP デフレーターを表している。これは、賃金を実質化するためである。この式は労働需要関数から定式化される理論的な予測を表したものであるので、実際の推定には(1)式を(2)式に代入して得られる以下の式を用いる。

$$\ln N_t = \lambda a_1 + \lambda a_2 \ln Y_t + \lambda a_3 \ln (W_{t-1}/P_{t-1}) + (1 - \lambda) \ln N_{t-1} \dots \dots (3)$$

(3)式において時系列データを用いて推定し、 $\ln N_t - 1$ の係数から 1 を引くことで雇用調整速度 λ を得る。推定期間」についてはデータの取れる 1997 年から 2007 年の十年間に設定している。

外国人投資家比率

Property view を表す指標として、外国人投資家比率を変数に加える。ここで外国人投資家の定義は、東京証券取引所の定義に則して、外為法第 6 条の 6 「「非居住者」とは、居住者以外の自然人及び法人をいう。」を採用している。日経 NEEDS Financial Quest より取得した。外国人投資家比率にあたっては、買収防衛策導入年の外国人投資家持株数と総株主数のデータ抽出し、外国人投資家持株数を総株主で割ることで算出している。外国人投資家が多いほど、Property view が色濃く出ている株主集団と判断する。

平均勤続年数

平均勤続年数とは、現在勤務している社員の勤続年数を平均した数字である。今回 Community view に注目し、日本の独自性である日本の経営に注目した。代表的な日本の経営の要素の一つに、終身雇用があげられる。さらに終身雇用の特性として、長期の雇用保障がある。これより本論文では、平均勤続年数を一つの変数とおいた。

導入年ダミー

年度別に、累積平均アノーマルリターンがどのように推移したのかを把握するために、をグラフに描いた。

【図表 2】

これより、年度別の影響が明確に現れたため、導入年ダミーを加えた。

第4節 記述統計量

実質分析サンプル数は、88 社である。まず日経テレコンで取得できた、東証一部に上場している買収防衛策導入した企業は、2005 年で 16 社、2006 年で 41 社、2007 年で 53 社の合計 110 社である。次に外国人投資家比率が確認できたのは、このうちの 103 社である。さらに、雇用調整速度、平均勤続年数を求めることが出来たのはこのうちの 88 社となる。

各変数の基本等計量は、以下の図表に示す。

【図表 3】

第4章 検証結果と考察

第1節 検証結果と考察

第3章で設定したモデルを検証した。

【図表4】

モデル1に関して統計的有意な結果を得ることができなかった。「雇用調整速度」の係数の符号がプラスになったことや「速度・外国人」の係数の符号がマイナスになっていることが予想通りであった。しかし、「外国人投資家比率」の係数が予想と違って符号がプラスになった。説明変数どちらにしても標準誤差が大きく、統計的に有意な結果にいたらなかった。そして、CAR(01)とCAR(012)と非説明変数を使い分けた場合、係数が大きくぶれたことも問題である。

モデル2に関しては、「平均勤続年数」が統計的に5%水準で有意な結果になった。係数の符号もマイナスで、平均勤続年数が高い企業が買収防衛策を導入したら株価にマイナスの影響を与えるという我々の仮説に沿った結果になった。そして、モデル1、モデル2、モデル3を比較した場合、「平均勤続年数」を用いた回帰分析のR-squared値が一番高く、7%だった。

「雇用調整速度」、「平均勤続年数」の検証結果が異なったことについてわれわれは次のように解釈している。「投資家は終身雇用や従業員重視などのパラメーターとして「雇用調整速度」などの難しい概念を用いずに比較的に手に入れやすい「平均勤続年数」を使って投資判断に反映させているのではないかと考えられる。

しかし、「外国人投資家比率」に関してはモデル2の場合も統計的に有意な結果を得られなかった。2つのモデルとともに「外国人投資家比率」が、単独でもその交差項を使って、F検定を行った場合も統計的に有意な結果をもたらさなかつたことが今回の研究の大きな課題になる。このことに対しては我々が次の2つの要因があるのではないかと考える。まず、Property viewを持つ株主が増加したことが買収防衛策を導入した際の株価に影響与えないという解釈がある。もうひとつの解釈は、Property Viewを持つ株主は外国人株主に限らず、機関投資家などを含めているということだ。この二つの要因に関して、後者が事実であれば、前者について事実だと言い切れなくなるのである。つまり、今後の課題として、「Property Viewを持つ株主」の定義を考え直し、広義の「Property Viewを持つ株主」に関するデータを用いて買収防衛策導入時の株価に与えるその影響を調べる必要がある。そして、もし広義の「Property Viewを持つ株主」が買収防衛策導入した際の株価に影響を与えるという結果を得ることができれば、さらに「Property Viewを持つ株主」の中でもいったいどんな投資家が一番影響与えているかを検証する必要もある。しかし、もし「Property Viewを持つ株主」が買収防衛策の導入の際の株価に影響を与えないということがわかつたら、買収防衛策導入時の株価に影響をもたらしている要因を改めて予測し、検証することも今後の課題として考えられる。

モデル3に関する検証結果が統計的有意ではなかった。具体的に見てみると「y2005」は非説明変数にCAR(01)とCAR(012)を使った場合両方、係数の符号がマイナスである。「y2006」に関しては非説明変数によって、ぶれ幅が大きく符号までに変化が及んでいる。「y2007」は非説明変数がCAR(01)からCAR(012)に変わることによって符号は変わらないものの値が大きく変化している。まとめると、CAR(01)とCAR(012)とを使った回帰分析の結果がかなり異なることがここでも問題になっている。しかし、「y2005」がぶれ幅が小さく、比較的に統計的優位な結果になっており、その符合も予測通りのマイナスである。つまり、初期の買収防衛策に関するマーケットリアクションがネガティブだったといえるだろう。

統計的に有意な結果が得られなかつたことに対して、2005年に買収防衛策を導入した企業が少なく、サンプル数が少なかつたからであろうと我々が考える。

第5章 結論と今後の課題

第1節 政策提言

平均勤続年数の長い企業や、雇用調整速度の遅い企業は、情報開示やIRをより積極的に取り入れることを行い、外国人投資家との情報の非対称性を緩和することにより、買収防衛策導入時の株価の下落を防ぐことができるのではないか。

第2節 今後の課題

まずひとつに、防衛策導入により、株価が上がるのか下がるのかのみならず、変動の動学過程の解明を行う。

さらに、買収防衛策導入企業が、M&Aを仕掛けられる時に本当に買収プレミアムが発生するのかを検証することによって、経営者の買収防衛策導入に妥当性があったのかどうかを検証することができる。

参考文献データ出展

《先行論文》

- 村松久良光(1995)「景気変動と雇用調整：日本に関する研究展望」『経済論叢』、第55巻第1号、pp. 75-97
- Abe, Masahiro (2002) "Corporate Governance Structure and Employment Adjustment in Japan: An Empirical Analysis Using Corporate Finance Data" *Industrial Relations*, 41, pp.683-702
- Comment, Robert, and G. William Schwert, (1995) "Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover measures", *Journal of Financial Economics*, 39, pp. 3-43
- Cuma, H. (2002) "Employment Adjustment of Japanese Firms during the Current Crisis," *Industrial Relations*, 41, pp.653-682.
- Datta,S and M. Iskandar-Datta, (1996) "Takeover Defenses and Wealth effects on Securityholders: The Case of Poison Pill Adoptions," *Journal of Banking & Finance*, 20, pp. 1231-1250
- DeAngelo, Harry, and Edward M. Rice, (1983) "Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth" *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 329-359
- Giannetti, Mariassunta and Simonov, Andrei, (2006) "Which Investors fear Expropriation? Evidence from Investors' Portfolio Choices", *Journal of Finance*,
- Jarrell, G.A., and A. Poulsen, (1987) "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980" *Journal of Financial Economics*, 19, pp.127-168
- Kang Jun-koo , Anil Shivdasani & Takeshi Yamada, (2000) "The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: An Investigations of Japanese Takeover Bids" *The Journal of McWilliams, V. B., and N. Sen, (1997) "Board Monitoring and Antitakeover Amendments", Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, pp. 491-505.
- Ryngaert, Michael, (1998) "The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 377-417

《参考文献》

- 井上光太郎、加藤英明（2006）「M&A と株価」『東洋経済新報社』
- 駿河輝和、中島宏之（1997）「雇用慣行の変化と女性労働」『東京大学出版会』
- 樋口義雄(2001)『雇用と失業の経済学』『日本経済新聞社』
- Abegglen, James C (1980) 「The Japanese Factory」『Ayer Company Publishers』
- Abegglen, James C (2006) 「21 st-Century Japanese Management : New Systems, Lasting Values」『Palgrave Macmillan』
- Brealey, Richard A/ Stewart C.Myers/Franklin Allen (2006) 「Corporate Finance」『McGraw Hill Higher Education』
- Dore Ronald (2000) 「Stock Market Capitalism : Welfare Capitalism;Japan and Germany Versus the Anglo-Saxons」『Oxford Univ Press』
- Weston,J.F J.A.Sin/B.A.Johnson (2000) 「 Takeovers,Restructuring and Corporate Governance,3rded」『Prentice Hall College Div』

《データ出典》

野村證券金融経済研究 HP

<http://www.nomura.co.jp/market/report/zaikai/pdf/20060403-2.pdf> 2007/11/04

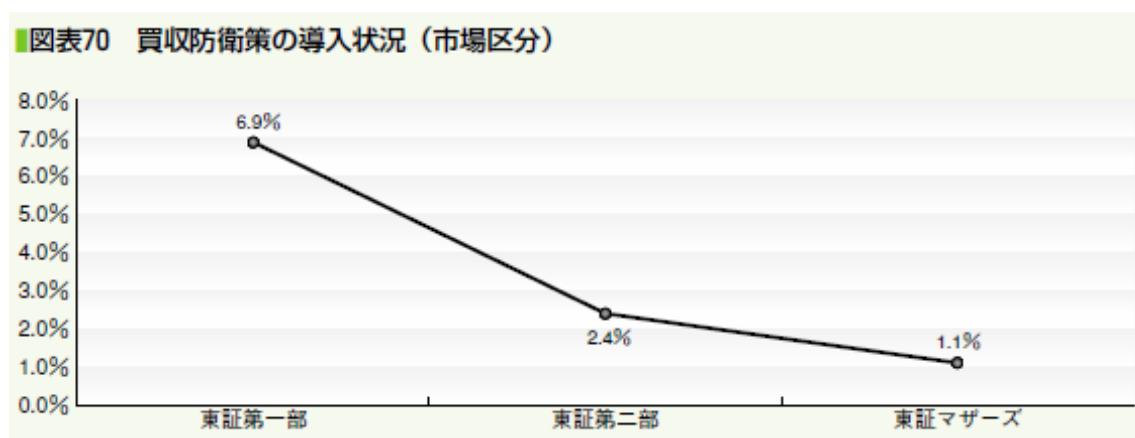
日経テレコン 21 HP <http://telecom21.nikkei.co.jp/nt21/service/> 2007/11/04

日経Needs Financial quest HP <http://www.nikkei.co.jp/needs/> 2007/11/04

東証HP <http://www.tse.or.jp/> 2007/11/04

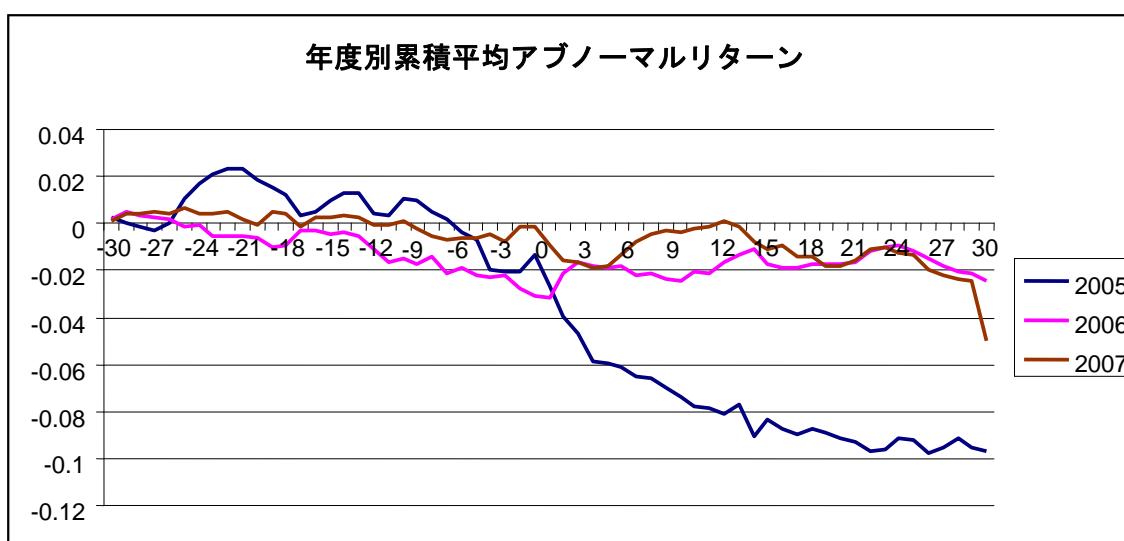
日銀HP <http://www.boj.or.jp/> 2007/11/04

図表1 買収防衛策の導入状況



(出所) コーポレートガバナンス白書 2007 より

図表2 年度別累積平均アノーマルリターン



(出所) 独自で作成

図表3 基本統計量

	外国人投資家比率	雇用調整速度	平均勤続年数	CAR(01)	CAR(012)
平均	0.0746	0.3909	16.2105	-0.1276	-0.3294
中央値	0.0258	0.322	17.6	-0.1462	-0.0587
最大値	0.4627	0.988	23.3	10.267	11.573
最小値	0.0005	0.001	2.4	-10.856	-11.093

(出所) 独自で作成

図表 4 分析結果

	モデル 1-1 CAR(01)	モデル 1-2 CAR(012)	モデル 2-1 CAR(01)	モデル 2-2 CAR(012)	モデル 3-1 CAR(01)	モデル 3-2 CAR(012)	モデル 3-3 CAR(01)	モデル 3-4 CAR(012)	モデル 3-5 CAR(01)	モデル 3-6 CAR(012)
雇用調整速度	0.688	1.077								
st.err	0.993	1.195								
平均勤続年数			-0.1224		-0.235					
st.err			0.089	0.11 **						
外国人投資家比率	1.252	3.719	0.955	0.7364						
st.err	4.576	6.308	2.38	2.925						
速度・外国人	-1.079	-3.293								
st.err	5.2425	6.308								
勤続・外国人			-0.146	-0.084						
st.err			0.34	0.418						
y2005					-1.36	-1.914				
st.err					1.175	1.41				
y2006							-0.375	0.859		
st.err							0.799	0.959		
y2007									0.956	0.014
st.err									0.777	0.944
Rsq	1%	2%	3%	7%	1%	2%	2.00%	0.10%	2%	0.00%
Adj Rsq				3%						
N	86	86	84	84	88	88	88	88	88	88

(出所) 独自で作成