

研究指導 大橋 良生 講師

# 敵対的買収と防衛策 —買収防衛策が株価に与える影響—

熊谷 幸歩

## 1.問題の所在

### 1.1 企業合併・買収と敵対的買収の概要

企業合併・買収は、(Merger and Acquisition:M&A)は、自社に不足している経営資源をおぎない、事業の拡大や再構築を行うための経営戦略を遂行する有効な手段である。

合併とは、複数の会社を一つの法人格に統合することである。一方、買収とは、株式や資産などの買収で、対象会社の経営権を取得することである。株式買収は、買収先の株式を取得し議決権の半数以上を持つことで、その会社の経営を支配することであり、発行済み株式を買収するケースと新たに発行された新株を買収するケースがある。

このような制度上の分類とは別に、実務上の分類として友好的なM&Aと敵対的なM&Aがある。友好的M&Aは対象会社の経営者との合意にもとづくM&Aであり、敵対的M&Aは対象会社の経営者の同意が得られない状況で行われるM&Aである。なお、本研究で扱う敵対的買収とは、経営陣の同意を得ることなく被買収企業の経営権もしくは過半数以上の株式を市場取引を通じて取得することである。多くの敵対的買収はM&Aの一貫として行われ、友好的買収もしくはM&Aの話し合いが不成立となった後に行われる。

敵対的買収が行われることのメリットには、敵対的買収に対する脅威が高まることで、これに備えて対象が株主を意識した経営を行うことが挙げられる。

一方で、敵対的買収のデメリットにはグリーンメーラーの存在があげられる。グリーンメーラーの目的は、買い占めた株式を対象企業に買い取らせることにあり、会社の経営革新には繋がらないため、買収される側の企業にとっては非常に問題である。

これまで日本では敵対的買収が仕掛けられた事案があり、敵対的買収が企業業績にどのような影響を与えているのかを検証した研究も行われてきた。しかし、2005年から2007年にその件数はピークを迎え、近年では年数件しか行われていない。1999年から2013年

の14年間で32件であった。また、そのほとんどが不成立に終わっている。その理由として、買収防衛策が機能していることが考えられる。

### 1.2 買収防衛策の概要

M&Aの流れが加速し、敵対的買収への懸念が高まったことから、それに対する防衛策の議論が盛んになった。買収防衛策とは企業が意に沿わない買収を仕掛けられた場合、買収を未然に防いだり影響を最小限に抑えたりするための方策のことである。日本での買収防衛策導入は、2005年以降から本格化してきた。買収防衛策のメリットは、企業のステークホルダーの関係特異的投資を促進すること、経営者が長期的視点に立った戦略をとりやすくなることがあげられる。デメリットは、経営者の規律が失われることや、シナジー効果や効率化に資するM&Aが阻害されることがあげられる。買収防衛策には様々な種類があり、以下の表は主な買収防衛策を示している。

これらの防衛策はいくつかのタイプに分類される。

一つ目は第三者割当増資、新株予約権の発行、ライツプラン、増配等の株式を意図的にコントロールすることで敵対的買収者の持分を下げようという方法である。

二つ目はホワイトナイト、バックマンディフェンス、資産ロックアップのように、対象企業にとって好ましい相手に売るか、逆に買収を仕掛け返すというタイプである。

三つ目は焦土作戦(クラウンジュエル)のような方法で、自社の持つ優良な資産を売却することで、敵対的買収を仕掛けてきた企業の買収意欲を減少させるタイプである。

日本では株主の安定化や事前に敵対的買収を防衛、抑制する1つ目のタイプが最も多く行われている。

図表1 買収防衛策の種類と内容

買収防衛策の種類	内容
第三者割合増資	発行済み株式数増大により買収者の持株比率を薄め、安定株主を増大
新株予約権の発行	友好的な第三者に新株予約権を発行し第三者割合と同様の効果を期待
ライツプラン	一定の割合で議決権を取得した買収者が現れた際に、他の株主が市場より安い価格で株式を取得できる権利を付与し、買収者の持株比率を薄める策
増配	増資等により株式の魅力を高め、株価引上げにより買収コスト高める
ホワイトナイト	友好的な第三者に敵対的買収者よりも有利な条件で株式公開買付けをかけた買収者を退ける
バックマンディフェンス	買収者に対して逆に買収を仕掛け、会社法の規定で買収者側の議決権が消滅する25%以上の持合いを目指す
資産ロックアップ	重要な事業や資産を市場価格以下で一定の場合に取得できる権利を友好的な第三者に付与
焦土作戦(クラウンジュエル)	買収者が狙う重要な事業や資産の売却や多額の負債引受けによる買収者のメリットを減じる

(上場会社.com より)

### 1.3 本稿の目的

企業が買収防衛策を導入する動機に関しては 2 つのことが挙げられる。

一つ目は経営者保身説である。これは買収防衛策を導入するのは経営陣が自らの地位を守るためであると主張している。これによると、買収防衛策の導入によって株主の利益は損なわれることになる。

二つ目は株主価値最大化説である。これは買収防衛策の導入は株主の利益のためであると主張している。つまり敵対的買収により企業価値が低くなる場合は、買収防衛策の導入によってそれを防ぐことができる。

企業の経営陣と株主の間には情報の非対称性が存在する。したがって、株主は企業が買収防衛策を導入する動機を直接知ることはできない。そのため、株主は企業が公開する情報から、買収防衛策導入の動機

と、今後、効率的な経営が行われるかどうかを判断することになる。

買収防衛策にコストがかかるのなら、その分の会社資産が、営業活動や投資活動に投資されなくなる。買収防衛策を取らなかったときと比べ、投資額が減るため、将来キャッシュインフローも影響を受ける。将来キャッシュフローが影響を受けるなら、将来キャッシュインフローを反映した株価も変化するはずである。そこで、本研究では、買収防衛策が株価にどのような影響を与えているのかを分析し、明らかにしていく。

### 2.先行研究

買収防衛策とその影響に関する先行研究として、竹村ほか(2010)では、買収防衛策の中でも代表的なライツプラン導入の株価への影響について中期的な視点からの実証分析が行われている。分析の結果、ライツプランの導入は過剰防衛と解釈とされる可能性があることから、株式市場は全般的にマイナス評価していることが明らかになった。

葉(2010)では、買収防衛策を導入した日本企業を対象に、買収防衛策導入の報道に対する株式市場の反応、導入前後の企業業績の変化を統計的に分析している。分析の結果、防衛策の導入により買収の可能性を低下させることで、経営陣はその支配力を維持し、その結果、防衛策導入の報道に対して市場はマイナスを示し、かつ、導入後の企業の利益も悪化すると示された。

大越(2012)では、買収防衛策導入による経営者保身と株式市場の関係について検証を行っている。分析の結果、株主とのコミュニケーションを怠らず、株主と企業間の情報の非対称性を埋めようとしている企業ほど防衛策を導入している傾向にあった。このことから、日本における買収防衛策導入は経営者の保身のためではないことから、株式市場は企業の買収防衛策導入の公表に対して、ネガティブに反応しないと結論付けている。

これらの先行研究では、買収防衛策の導入は株式市場がマイナスに評価するという結果とマイナスに評価しないという分析結果が混在している。そこで、本研究では、近年に買収防衛策導入した企業を対象に株価への影響を分析する。また、買収防衛策非継続の公

表の株価への影響も分析を行う。その理由は、2013年7月から2014年6月における買収防衛策の非継続を公表した企業が前年に比べて非常に多かったためである。すなわち、近年の買収防衛策に関するサンプルを用いて、新規導入と非継続の公表が株価に対し、どのように影響しているのかを検証する。これらが先行研究に対する本研究の新規性である。

### 3. 分析の枠組み

#### 3.1 サンプル

本研究では、買収防衛策を新規導入した企業(以下、導入企業)に加え、買収防衛策の非継続を公表した企業(以下、非継続企業)にも着目する。分析対象企業は、2013年、2014年の大和証券のコンサルティングレポートから、株価データはYahoo!ファイナンスから入手した。収集の結果、2012年7月から2014年6月までの間で、導入企業14社、非継続企業26社が本研究のサンプルとなった。

#### 3.2 分析方法

本研究では、買収防衛策の新規導入と非継続の効果を株価分析により検証する。分析手順として、初めに、企業が買収防衛策の新規導入および非継続を公表した日を day=0 とし、前後10日(-10 ≤ day ≤ +10)の株価(終値)を用いて個別リターンを計算する。次に同日のTOPIXを用いて市場リターンを計算し、各企業の個別リターンから差し引くことで、個別企業情報に対応する株価変動部分(異常リターン: Abnormal Return, 以下AR)を算出する。さらに、ARを累積することで、当該情報がおりこまれる期間を考慮した指標である、累積異常リターン(Cumulative Abnormal Return: CAR)を算出した。そして、t検定を行う。

本来、買収防衛策は持続的な株主価値向上を意図して行われるものである。しかし、近年の外国人株主に代表されるように、モノ言う株主が増え、株主による企業経営への関与に対し、経営者は買収を防ぐことを目的に過度な防衛策を行っていると考えられる。すなわち、近年の防衛策は株主価値の向上ではなく、経営者保身のために行われていると予想される。そこで本研究では、経営者保身が防衛策導入の目的と仮定し、葉(2010)に基づき「買収防衛策新規導入は株価にマイナ

スを示す」と仮説を立て、検証を行う。

一方で、非継続企業は、防衛策にかかるコストと営業活動や投資活動に割り振ることができ、ひいては企業価値向上につながると考えられるため、対となる「株価はプラスを示す」と仮説を立て、検証を行う。

### 4. 分析結果と含意

はじめに、導入企業の分析結果である。図表2は新規導入のアナウンス日周辺のARであり、図表3は部分期間でのCARの分析結果を示している。図表2より、5%水準で day=+4 にマイナスに有意な差が確認された。しかし、図表3の部分期間でのCARの分析結果ではどの期間においても有意な差はみられなかった。

図表2 導入企業に対するARの分析結果(N=14)

day	AR	t 値	有意水準	CAR
-5	-0.0137	1.6972		-0.0345
-4	0.0054	0.7108		-0.0291
-3	-0.0035	0.6969		-0.0326
-2	-0.0024	0.5761		-0.0350
-1	0.0076	0.7194		-0.0274
0	0.0069	0.7761		-0.0204
1	-0.0098	1.2220		-0.0302
2	0.0035	0.9531		-0.0267
3	0.0167	1.2971		-0.0100
4	-0.0115	2.3844	*	-0.0216
5	-0.0125	1.5626		-0.0340

ここでは、-5 ≤ day ≤ +5 を抜粋している。

\*は、5%水準で有意であることを示している。

図表3 部分期間でのCARの分析結果(N=14)

部分期間	CAR	t 値	有意水準
-10:+10	-0.018	0.7726	
-5:+5	-0.013	0.7317	
-2:+2	0.006	0.4447	
-1:+1	0.005	0.3910	

次に非継続企業の分析結果である。図表4は買収防衛策非継続におけるアナウンス日周辺のARの分析

結果であり、図表 5 は部分期間での CAR の分析結果を示している。どちらの結果からも全体的に有意な差は確認されなかった。

図表 4 非継続企業に対する AR の分析結果(N=26)

day	AR	t 値	有意水準	CAR
-5	-0.0034	1.4885		-0.0066
-4	0.0008	0.8815		-0.0066
-3	-0.0030	1.3831		-0.0096
-2	-0.0024	0.8762		-0.0120
-1	0.0042	1.5678		-0.0079
0	0.0042	1.2273		-0.0037
1	0.0054	0.5722		0.0016
2	-0.0021	0.7880		-0.0005
3	-0.0016	0.5442		-0.0021
4	-0.0012	0.2848		-0.0033

ここでは、 $-5 \leq \text{day} \leq +5$  を抜粋している。

\*は、5%水準で有意であることを示している。

図表 5 部分期間での CAR の分析結果(N=26)

部分期間	CAR	t 値	有意水準
-10:+10	-0.005	0.3310	
-5:+5	0.000	0.0415	
-2:+2	0.009	0.9392	
-1:+1	0.014	1.3085	

以上の分析から、買収防衛策の新規導入に対し、株価はマイナスに反応するが、その非継続に対して株価は変動しないことを示す結果となった。

そのため、「買収防衛策新規導入は株価にマイナスを示す」という仮説は支持されるが、「買収防衛策非継続は株価にプラスを示す」との仮説は支持されない結果であった。

### 5. まとめと今後の課題

本研究では、買収防衛策の新規導入および非継続は株価に影響を与えるのかについて明らかにすることを目的に分析を行った。

その結果、買収防衛策の新規導入は株価にマイナス効果である傾向が示されたが、非継続では株価は変

動しないことが示された。このことから、買収防衛策の新規導入は株価の低下というマイナス要素がつきまとう可能性があることを考慮し、敵対的買収に対して過度な防衛策をとらないよう、意思決定をしなければならないことが示唆された。一方で、非継続企業の株価にはプラスの影響を与えなかった。このことから、買収防衛策の非継続が直ちには企業価値の向上に寄与するとは株主が受け止めていないことを示唆している。そのため、企業価値の向上には新たな投資機会を検討する必要があると言える。

最後に本研究における課題を提示する。

第一に長期的な分析を行うことである。本研究の分析では、2012年から2014年までのものであるため、サンプル数も少なく、短期的な株価効果を検証しただけにすぎない。そこで長期的な観点からの収益性など財務諸表分析を行う必要がある。

第二に買収防衛策の効果を検証することである。買収防衛策には様々な種類があるため、その違いから株価や財務指標に変化が生じる可能性が考えられる。さらに、そこから敵対的買収への効果の検証につなげることで、より効果的な買収防衛策を導き出すことができると考えられる。

### 参考文献・URL

- [1]井出正介・高橋文郎「経営財務入門」日本経済新聞出版社
- [2] 葉聰明(2010)「買収防衛策の導入と企業価値の変化」国際教養大学
- [3] 大越教雄(2012)「買収防衛策導入企業のガバナンスと株式市場の評価」日本管理会計学会『日本管理会計学会誌 管理会計学』第 20 巻,第 1 号,pp.23-36
- [4] 鈴木一功(2006)「敵対的買収は企業業績にどのような影響を与えるか」『金融財政事情』第 57 巻,第 2 号, pp.33-38
- [5] 竹村泰・白須洋子・川北英隆(2010)「買収防衛策導入の株価への影響について」金融庁金融研究研修センター『FSA リサーチ・レビュー』第 6 号, pp.158-173
- [6] 大和証券 <http://www.dir.co.jp/>
- [7] Yahoo!ファイナンス <http://finance.yahoo.co.jp/>