

日本企業の買収防衛策導入と経営者エンタレチメント

岡田克彦(関西学院大学大学院)

昨今、日本においても敵対的買収が試みられることが多くなった状況を受けて、多くの企業が買収防衛策の導入に走るようになった。M&Aの先進国である米国においては、買収防衛策の導入、とりわけポイズン・ピルと呼ばれる買収者以外に新株予約権の発行を可能とする条項は、株主価値を毀損する行為であるという見方が一般的である。なぜなら、外部からの買収の脅威を取り除くことにより、経営者がたるみ、結果として企業のパフォーマンスは悪くなるからである。このような経営者のエンタレチメント仮説は多くの実証研究で支持されている。例えば Ryngaert (1988) は 1986 年に 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 Walkling (1988) は同年ポイズン・ピルを導入した 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。1980 年台半ばに多くの米国企業がポイズン・ピルを導入し、1980 年台後半には劇的に敵対的企業買収の件数が減少した。この現象は、『企業統治の市場が失われた』とも表現され、一部の研究者から効率的経営を阻害していると懸念された。

本稿では、2005 年以降日本における多くの企業が買収防衛策としてライツプラン(ポイズン・ピル)を導入し始めたことを受けて、防衛策の導入が米国と同様、経営者のエンタレチメントを誘発しているか否かを検証する。買収防衛策導入の是非を巡っては、コーポレートガバナンスとの兼ね合いで法制面からも活発に議論されているが、日本市場における事実確認をまず行うべきであろう。本稿では事実確認の方法論として、米国の先行研究に倣い、イベントスタディのフレームワークを採用した。サンプルとしては、東京証券取引所第一部上場銘柄の 3 月決算の企業の中で、2005 年から 2007 年 2 月までライツプランを導入した 121 社を用いた。マーケットモデルで超過リターンを計算した結果、日本のライツプラン導入企業は発表から 2 日後までの超過リターンは $+0.13\%$ であり、米国のケースとは異なる結果となった。

株主価値の減少という米国市場で一般的な現象が見られない理由として、単に経営者のエンタレチメントの心配はなく、日本の経営者は自制心をもって行動しているからだと解釈することはできる。しかし、経営者のエンタレチメントは存在するが、防衛策の導入により、敵対的買収者がより高い買収プレミアムを支払わなければならなくなるだろうという期待感から、買収プレミアムの期待値が増大し、エンタレチメント効果と相殺されているとも考えられる。残念ながらイベントスタディの枠組みではこの二つの識別が困難である。この識別を行う取り組みとして、本稿では、導入企業と未導入企業を、コーポレートガバナンスへの取り組み姿勢という観点から比較した。その結果、業績連動型報酬制度の導入や、株主総会活性化取り組み施策数、IR に関する取り組み施策数など重要な項目の多くで、導入企業の積極性が確認された。即ち、日本企業の場合、少なくとも現段階では買収防衛策導入＝経営者エンタレチメントとは考え難い状況と言えよう。

更に、経営者エンタレチメントの有無を業績面からも検証した。方法論としては、税引前当期利益 (EBIT) と営業利益 (OM, Operating Margin) を用いて、Barber and

Lyon(1996)のマッチングのアイデアをベースに、ベンチマーク企業を選択し、業績変化を比較検証するという手法を採用した。買収防衛策を導入した企業で経営者のエントレンチメントが発生するのであれば、導入前と導入後では業績の変化に異常値が検出されるはずである。異常値の検出方法は次の通りである。まず、サンプル企業と同業種に属し、買収防衛策を導入していない企業群の中から最も利払い前の税引前当期利益 (EBIT) の近い1社を、東証1部上場銘柄の中から選択する。業種と EBIT がマッチした企業 (コントロールファーム) について、サンプル企業と同期間の EBIT の変化率 (EBIT を総資産で標準化) を計算する。サンプル企業については防衛策導入前後の EBIT の変化率 (同様に総資産で標準化) を計算し、コントロールファームとの差を超過 EBIT の変化率 (Abnormal Δ EBIT) と定義することにする。定義式は以下の通り。

$$Abnormal\Delta EBIT_{i,(-1,t)} = (EBIT_{i,t} - EBIT_{i,-1}) - (EBIT_{cf,t} - EBIT_{cf,-1})$$

同様の方法を用いて、営業利益 (OM) についても超過営業利益 (Abnormal Δ OM) の変化率を求める。定義式は以下の通り。

$$Abnormal\Delta OM_{i,(-1,t)} = (OM_{i,t} - OM_{i,-1}) - (OM_{cf,t} - OM_{cf,-1})$$

このように計算された、超過税引前当期利益の変化率も超過営業利益の変化率もどちらも統計的に有意にゼロとは異ならず、異常値は検出されなかった。日本企業の経営者エントレンチメント仮説は、業績面からも棄却された。

結論として、ポイズン・ピルの導入は、日本企業の株主価値を毀損することではなく、経営者エントレンチメントを誘発するものではないといえる。これは株主価値の推移や、税引前当期利益 (EBIT) の変化率、営業利益 (OM) の変化率から確認された。むしろ、導入企業のプロフィールから、コーポレートガバナンスに積極的な、株主重視の企業がポイズン・ピルをいち早く採用しているという点は、米国との対比で興味深い。ただし、ポイズン・ピルの導入が一般化することによって、企業統治の市場が失われるリスクは存在し、今後も株主価値が維持されるかどうかは未知数である。日本ではまだ始まったばかりの敵対的企業買収のうねりであるが、学界からは客観的検証データを提供し続けていく責務があろう。