



Tokyo Tech

ファイナンス研究から見た買収防衛策と 制度設計への示唆

2023年1月25日
経済産業省公正買収研究会

東京工業大学
工学院・教授
井上 光太郎

- 買収と買収防衛策（防衛策）の効果は、株式市場および会社支配権市場を通じた上場企業の経営権の配分メカニズムの効率性に直接関係する重要な研究課題として、理論研究と実証研究が蓄積されてきた
 - 防衛策については、導入企業に対する買収の行方のみでなく、導入がその企業の経営に与える影響にも注目
 - 米国ではポイズンピルの発動事例が存在しないため、導入時の買収の潜在的な阻害効果に注目
- 防衛策導入は、理論的には企業価値に対してプラスにも、マイナスにも働く可能性
 - 最適な設計は実証的な知見をなくしては議論できない

- DeAngelo and Rice (1983)、Comment and Schwert (1995)
 - 小口の分散保有しているために結託して買い手と交渉することの困難な株主に代わり、経営者が買収防衛策の持つ交渉力を行使して適切な買収条件を獲得する手段
 - 株主価値に正の効果を予測
- DeAngelo and Rice (1983)
 - TOB価格が不十分な価格であっても分散化した株主は株主間の結託により買収価格の引き上げが難しいことを認識し、現状のプレミアム付き価格のTOBに応じなければ、TOB後にTOB価格未満の価値しか得られないと予測し、不十分な価格であってもTOBに応募する防衛策は経営陣に買収価格を引き上げる交渉力を提供
 - ターゲット企業の経営陣が交渉力を持つことによって、割安な価格での買収の試みに対しては事前的な防止効果を持つ

- 防衛策導入により過度な被買収リスクを緩和し、経営者が長期的に企業価値を最大化する戦略を採用可能になる
 - 被買収リスクにさらされる経営者は、自らの地位への不安（キャリア・コンサーン）からリスク回避的な行動や、短期で成果の出る投資戦略を採用
 - 防衛策を導入することで、そうした経営者の不安を緩和し、経営者がより効率的で長期的な投資戦略を採用しやすくなる（Stein 1988）
 - 株主価値への正の効果を予測（キャリアコンサーン緩和仮説）
- 本研究会で議論された従業員の雇用保護のための防衛策導入という考え方も、従業員のキャリア・コンサーンを下げ、従業員が会社に対して自身の努力を投下する動機付け手段として整理できる

- 防衛策は、株主がコスト負担をすることになる非効率な経営の企業を、買収という市場メカニズムの中で是正しようという試みを、非効率な経営を行う経営者自身が阻害する手段
 - 株主価値への負の効果を予測
- 経営者が市場の規律付けに対して塹壕に立てこもるという意味で、エントレンチメント仮説と言われる（DeAngelo and Rice, 1983）
 - 非効率な経営を行う経営者には、その状態を放置する取締役会そのものも含まれ、経営者と従業員が一体としてそうした規律付けを免れようとする場合、従業員も一体となったエントレンチメントと整理可能
 - 防衛策による従業員保護の効果の予測も、キャリアコンサーン緩和仮説（正）とエントレンチメント仮説（負）に分かれる

買収防衛策と企業価値の関係

企業の株式価値

= 現経営者の下での株式価値

+ 買収可能性×買収による支配プレミアム期待値

買収防衛策⇒上記の3要素全てに影響

- 現経営者の下での株式価値 ⇒ 規律付け低下効果 (株価に負)
⇒ 長期的経営への集中 (株価に正)
- 買収可能性の低下 ⇒ 株価に負
- 近い将来の未発表の買収発表の可能性 ⇒ 株価に正
- 経営陣の交渉力増大 ⇒ 支配プレミアム増大を通し株価に正

買収防衛策が経営の効率性につながるかは状況依存

ポイズンピルへの注目

- ポイズンピルは、買収そのものを防衛する直接的手段であり、また米国では株主総会を通さずに取締役会の判断で短期間に導入できる点から、研究者の多くがポイズンピルの効果に注目
- Bebchuk, Cohen, and Farrel (2009)
 - 多くの防衛策の中で期差取締役会とポイズンピルを特に買収阻害効果の大きい防衛策と報告
- Karpoff, Schonlau, and Wehrly (2022)
 - 米国では有事に企業短期間でポイズンピルを導入可能であり（シャドー・ポイズンピル）、その予測の影響を受け、平時のポイズンピルの効果は曖昧で観測が困難という指摘あり
- 日本でも、事前警告型防衛策はポイズンピル型に類似することから、ポイズンピルを中心に議論する

- ポイズンピルは、買い手が一定の基準値以上の株式取得を行うことを発動のトリガーとするが、なぜ買い手は発動トリガーとなる事前のブロック株取得を行うのか？
- 事前の株式保有の効果に関する理論的予測
- Betton and Eckbo (2000)、Betton et al. (2009)
 - ブロック株の事前保有者は残る株式に相対的に高い価格を付ける余裕を持つため積極的な入札が可能になり、結果として競合相手に保守的な入札を強い、オークションに勝つことができ、かつ自身の過剰支払いリスク（勝者の呪い）を回避
- 上記の理論予測はブロック株保有者の買収合戦の勝率が高く、支配プレミアムが小さいという実証結果と整合的
 - Walkling (1985)、Betton and Eckbo (2000)、Betton et al. (2009)

買い手による事前株式取得状況の解釈

- 米国のM&Aにおける事前のブロック株式取得は1980年代の30%以上から、1990年代後半以降は平均10%以下に低下している (Eckbo, 2009)
- Goldman and Qian (2005)、Betton et al.(2009)
 - 経営陣の抵抗が激しいほど大きなブロック株が必要になるが、それは失敗時の損失も増大させるため、結果的に事前保有比率の選択はゼロか、または一定の閾値を超えた大きなものに分離
 - 事前のブロック保有そのものがターゲット企業の抵抗を呼ぶ可能性を高める
- Betton et al. (2009)
 - 米国ではM&Aの9割で事前保有比率はゼロ、1割で平均20%の事前保有比率に分離、敵対的買収では約半数で事前のブロック株式保有
- 買収による価値創造は大きい被買収企業の経営陣の強い抵抗を予測する場合に、買い手はブロック株式取得に踏み込む
 - 敵対的買収者が経営者の承認なくブロック株式を取得すること自体を信頼性の低い買い手の特徴的行動として経営陣は批判することが多いが、経営者が買収に強く反対しているからこそ買い手がブロック株取得を行うという双方向の関係も存在

ポイズンピルの潜在的買収の防衛効果

- Comment and Schwert (1995)
 - ポイズンピルは被買収確率を下げない一方で、支配プレミアムを増大しており、ポイズンピルはターゲット企業の交渉力を通して株主価値に貢献
- Heron and Lie (2006)
 - 平時導入、有事導入のいずれのポイズンピルも買収完了確率を下げず、平時、有事いずれのポイズンピルも支配プレミアムを6%から7%引き上げる効果を持つ
- Karpoff, Schonlau, and Wehrly (2017)
 - そもそも防衛策を入れる企業は買収ターゲットになり易い企業であるという関係（内生性）をコントロールして検証すると、防衛策強化は潜在的な買収を阻害
- Karpoff, Schonlau, and Wehrly (2022)
 - 防衛策の中でも実際に買収を阻害している項目は特別決議要求など4項目でポイズンピルには阻害効果が確認されない
 - 企業短期間でポイズンピルを導入可能であり（シャドー・ポイズンピル）、このために平時のポイズンピルに阻害効果が認められない
- Eckbo (2008)
 - 約5千件の米国上場企業に対する買収を分析し、ポイズンピルは支配プレミアムに対して統計上有意な影響を持たず、交渉力仮説が支持されない
- 防衛策は潜在的な買収を阻害する一方、支配プレミアムの引き上げの効果は明確でなく、どちらかと言えばエントレンチメント仮説と整合的

- **Malatesta and Walkling (1988)**
 - 1982年～86年の間の初期のポイズンピル導入をサンプルにした研究では導入時の株価に負の効果
- **Comment and Schwert (1995)**
 - 導入全体では負の効果はないが、買収ターゲットであるとの噂のある企業では負の効果があると報告
- **Bhagat and Jefferis (1991)**
 - 防衛策導入の内生性（企業が買収防衛策を導入する諸要因）をコントロールして分析すると、防衛策導入は株価に負の効果を持ち、導入提案自体は株価に有意な負の効果を持つ
- **Cunat et al. (2012)**
 - 買収防衛策の廃止議案の可決線上だった議案のみで分析し、廃止のケースに株価は有意にプラスに反応しており、買収防衛策は企業価値に負の効果を持つ
- **Arikawa and Mitsusada (2011)**
 - 日本のポイズンピル導入初期（2005年～2006年）の防衛策導入発表は株価に負の効果
- 全体に防衛策導入に対する株式市場の評価はネガティブであり、エントレンチメント仮説と整合的

- **Brickley, Coles, and Terry (1994)**
 - 独立取締役が過半数の企業では導入時に正の株価反応、独立取締役が半数未満の企業では負の株価反応
 - 取締役の独立性により株式市場の評価が二分される
- **Cotter, Shivdasani, and Zenner (1997)**
 - 独立取締役が半数以上のポイズンピル導入企業においてのみ、高い支配プレミアムを獲得
 - 導入企業の取締役会の独立性が高い場合は交渉力仮説が支持されるが、その他ではエントレンチメント仮説が支持される
- **防衛策導入の効果は導入企業の取締役会の独立性に依存**

- 株式市場全体の急落時、すなわち株式市場のショック時にポイズンピルの導入企業が増加する傾向
- Kesten (2010)
 - 2007年から2008年の金融危機時には買収防衛策を強固に入れた企業の方が株式パフォーマンスは相対的に良好
- Eldar and Wittry (2021)
 - コロナショックの中で、コロナの影響が大きく、アクティビストファンドのターゲットになっている企業でのポイズンピルの新規導入は株価に顕著なプラスの効果をもつ
- Ding et al. (2021)
 - 世界中の6700社の株価変動を分析し、買収防衛策を強固に入れた企業はパンデミック中の株価の下落率が大きく、防衛策そのものの経済効果は変化していない
- 株式市場ショック時の防衛策が株主価値に正の効果を持つかの結論は出ていないが、防衛策導入が株式市場の状態によっては交渉力仮説を通して株主価値に貢献する可能性

- 防衛策の長期的効果については、ポイズンピルに限定せず、買収防衛策の諸施策の全体的影響を検証する研究が主流
- Gompers, Ishii, and Metrick (2003)
 - 経営者のエントレンチメントの程度を図る指標として、買収防衛策を含む24の項目を含むG-Indexを構築
 - G-Indexの企業のパフォーマンスの関係を計測すると、1990年代を通してG-Indexが高い企業、すなわち株主権に対する多くの防御措置を講じることにより強固に守る企業ほど株式のリターンは低く、相対的株価水準は低い
- Bebchuk, Cohen, and Farrel (2009)
 - G-Indexのうち、特に株主の反対も強い6項目が防衛策として重要であり、この6項目で構成されるE-Indexは株価水準に負の効果を持ち、その6項目の一つであるポイズンピル単独でも負の効果を持つ
- G-IndexとE-Indexは米国では注目度の高い指標であり、Gompes et al. (2003)はその後の1万以上の論文に引用

- **Giroud and Mueller (2011)**
 - G-Indexの株価や業績への負の効果は、競争状態の緩やかな産業（集中度の高い産業）において顕著
 - 各企業の置かれている産業内の競争からくる経営に対する規律付けの程度に、防衛策導入後の業績や株価への影響は依存
- **Chemmanur and Jiao (2012)**
 - 株式市場は企業のイノベーション投資を適切に評価できないため、企業経営者は防衛策導入することで被買収リスクを緩和し、革新的なプロジェクトを実施できると理論的に予測
- **Chemmanur and Tian (2018)**
 - 防衛策導入は、技術面における情報の非対称性が大きく、競争の激しい市場で事業を展開している企業のイノベーション成果に対して正の効果を持つ
 - 防衛策は集中的なイノベーション活動を行う企業の場合のみ企業価値に正の効果をもち、その他のケースでは負の効果を持つ
- 個別企業の置かれた状況に依存してキャリア・コンサーン緩和仮説とエントレンチメント仮説のいずれの効果がより強く出現するかが決まる

- 平均するとエントレンチメント仮説の予測する効果が、交渉力仮説またはキャリア・コンサーン緩和仮説の効果を上回る
 - ただし、買収防衛策導入企業のガバナンス状態、産業の競争度合いやイノベーションの必要性などにポイズンピルの経済効果は依存
 - 米国ではポイズンピルは買収完了の確率を引き下げず、特定の環境下では支配プレミアムが増大につながるという分析結果もあり、ターゲット企業の経営陣の交渉力仮説にも一定の根拠
- 米国のポイズンピルと日本の事前警告型防衛策の違い
 - 米国ではポイズンピルは多くの企業に広く導入されたが実際に発動されたことはなく、より良い買収条件を引き出すための交渉手段として用いられてきたことも事実
 - 日本ではポイズンピルを実際に発動し、買収を阻止することが想定されている可能性が高い
 - もし防衛策が買収そのものを阻止する手段と位置づけられるなら、株主の支持は得られないことを実証分析結果は示す
- ポイズンピル発動トリガーとなる買い手によるブロック株式の取得
 - 経営陣の買収に対する抵抗そのものが原因になっている可能性
 - 買い手よる事前のブロック株式取得は、買収側によるリスクを取っての戦略的な行動であり、そのこと自体をもって不適切な行動と位置付けることは問題あり

制度設計への示唆（つづき）

- 導入企業に対する株式市場の評価や長期の財務的パフォーマンスへの影響も、個別企業のガバナンスの状況、置かれた競争環境、株式市場の状況に依存し、一つの単一ルールで、様々な状況における最適な結果を得ることはほぼ不可能
 - 実証結果に基づけば、独立取締役比率が過半数の企業には有事の防衛策導入プロセスを簡略化することに一定の合理性がある可能性
- 報告した研究のほとんどは米国の結果だが、世界の株式市場の垣根が低くなり、国際分散投資を行う機関投資家が株式市場の重要な存在となる中で、世界の動向から乖離した防衛策の制度設計をすることは機関投資家の理解を得られず、投資対象としての日本企業の魅力を引き下げることになるため、米国や欧州の制度との一貫性も意識する必要
- 日本は他の先進国と比較しても上場企業数が増大し続けており、一方で個別企業の時価総額の成長力は相対的に鈍く、M&Aによる産業再編のコストを下げることは重要（Doidge, Karolyi, and Stulz, 2017 ; 井上・木村、2022）

ご清聴ありがとうございました

本報告で引用した全ての文献の出典情報は、ジュリスト2023年4月号掲載予定「買収防衛策の効果に関する実証研究からの示唆」(井上光太郎)に全て記載予定であり、そちらを参照ください。

