

平成 21 年 6 月 26 日現在

研究種目：若手研究 (B)

研究期間：2007～2008

課題番号：19730221

研究課題名 (和文) 日本の M&amp;A 市場と企業統治の関係についての実証研究

研究課題名 (英文) Empirical Studies on Japanese M&amp;A and Corporate Governance

研究代表者

Tsung-ming Yeh (ツオン・ミン イエ)

国際教養大学・国際教養学部・助教

研究者番号：20404858

研究成果の概要：最近の合併をサンプルにした実証研究では、企業の長期間価値が向上したことがわかった。特に内部経営者が所有比率を上げる場合、企業価値を向上させる関係が見られる。一般的に経営者の持ち株が低かった日本企業では、その所有の増加は経営者のインセンティブを高める効果が期待できると考えられる。一方、買収防衛策を導入した企業は株式価値が低下した結果が判明した。買収防衛策は経営陣の保身策として導入され、企業価値を損なう恐れがあると捉えられる。

交付額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2007 年度	1,000,000	0	1,000,000
2008 年度	700,000	210,000	910,000
総計	1,700,000	210,000	1,910,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学・財政学，金融論

キーワード：

- (1) 合併・買収                      (2) 買収防衛策                      (3) 企業統治  
(4) 事前警告型                      (5) 異常収益率

## 1. 研究開始当初の背景

コーポレートファイナンスの分野で M&A に関する研究が盛んに行われてきたものの、その動機や役割についての統一的な見解はまだ得られていないのが現状である。この分野の論点のひとつとしては、企業統治としての役割があげられる。多くの研究は M&A は企業統治のメカニズムとして働くという見方をとる。非効率の企業や経営陣が M&A によって資源の経営の見直し改革を迫られ、業績の改善と企業価値の向上につながる。M&A は経営陣の規律付けという役割を果たすとして企業統治の有効なメカニズムとされる。一方、

M&A はややもすれば経営陣の過剰投資でもあり、純現在価値 (NPV) が負の投資プロジェクトに資金をつぎ込んで、結果的に株主の利益を損なってしまうこともある。企業統治が働いていないからこそ経営陣が M&A に走ってしまうのだと主張する研究もある (例えば、Roll (1986) の自信過剰仮説)。

この分野の実証研究でもっとも一般的な手法はイベントスタディ (Event Study) である。すなわち、M&A がマーケットに報道された時の当事者企業の株価異常収益率 (以下 CAR という) を推定、企業の株主への影響を調査する方法である。株主権益の最大化が企

業の究極の目的という考えが主流である欧米では、M&AによるCARはM&Aの企業統治としての役割を評価する参考になる。いままでの欧米のM&Aに関する実証研究では、買い手企業はゼロに近いCARを、売り手企業はプラスのCARを得るといった結果が一般的となっている(Jarrel et al., 1988)。M&Aによって全体的に企業の効率が高められるとマーケットが期待するわけである。そして、M&Aが企業統治としての役割を果たすとされる。

しかし、著者は過去の研究で日本企業のM&Aについて調べた結果によると、80~90前半に行われたM&AのCARはマイナスの結果であり、欧米研究の結果と一致していない(Yeh et al., 2001)。また、M&A完成後の長期的な企業業績と生産効率についても、プラスの効果が得られていない結果である(Yeh et al., 2002)。M&AのCARから考えると、日本のM&Aは企業統治としての役割を果たしていないと考えられる。それは、なぜなのであるか。一つの考え方として、日本の企業統治システムは欧米と大きく異なっていることが挙げられる。米国では株式所有が比較的に分散しており、流動性が高いのでM&Aは比較的行いやすく、企業統治と機能として働きやすいと考える。一方日本では、株式の持合が主流であり、また法律の規制などにもよって、M&Aは比較的に少なく、主に企業グループの再編や救済的な色合いが強い。日本の企業統治は主にメインバンクに頼るといったのが主である。したがって、日本のM&Aを議論するには、市場環境や法的規制などといった要素も考える必要があると思う。90年代後半から商法など関連法の改正・改定、資金調達市場の規制緩和や株の持合の解消などが進み、今日に至っては企業のM&Aに関するインフラが整いつつある。その中で、企業統治としてのM&Aの役割や意義も変わるのではないかと思う。たとえば、最近では企業のM&Aが企業価値を高めるとの調査分析も公表されたが、これは日本市場におけるM&Aの意味合いや役割の変化を示唆するのではないだろうか。したがって、この研究で90年代から現在に至るまでのM&A効果がどのようにになっているのか、M&Aによって企業統治がどのようにかわるのか、について調査する。

## 2. 研究の目的

(1) M&Aの効果を調べるには欧米の研究でも重視される株価効果(例えばCAR)という指標以外に、企業統治の側面への効果も考える。Shleifer and Vishny (1997)によれば、コーポレートガバナンスとは経営者が投資家にリターンを還元し、投資家から提供された資金を乱用しないようにするシステムであると定義される。その中でよく議論される

のは株主所有構造、負債による規律づけ、取締役会、報酬契約、配当政策、トップ経営陣の入れ替わりなどである(小佐野 2001)。この研究では、M&A後の日本企業は、これらの企業統治の側面でどのような変化があったのか、その変化の方向は株価効果と一致するのか、M&Aの企業統治の役割を直接に調べる。(2) M&Aとともに日本で最近よく議論される敵対的買収の防衛策のあり方について実証的な研究結果を提供することがこの研究のもうひとつの目的である。欧米の研究では、例えば定款変更の導入や毒薬条項を導入する企業は株価の下落(マイナス1.2%のCAR)を招いたと報告された(Malatesta et al., 1988)。防衛策の導入は経営陣の保身のための手段と欧米の株主には映ってみえると解釈される。本研究では最近数年の日本企業による敵対的買収の防衛策導入について、その株価効果だけでなく、株主所有構造などといった企業統治の側面でどのような変化があったのか、その変化の方向は株価効果と一致するのか、直接に調べる。

## 3. 研究の方法

(1) 研究対象のM&A当事者企業の企業統治について情報を収集する。M&Aが完成した年度を基準としてその前後数年の企業統治の実態についても調べる。特に株主所有構造、負債、取締役会などを考えている。これらの変数は企業の年次報告書、企業総覧、新聞、雑誌などで調べ、まとめる。企業の会計情報は年次報告書や四季報などで入手する。

企業価値は長期のCAR(1年、2年、3年)を用いてはかる。企業統治の変数がM&A実施の前後で統計的に相違があるかどうか検定を行う。そしてM&A実施の前後での企業価値と企業統治の関係について統計分析を行う。

(2) 敵対的買収の防衛策を導入した事例を集める。まずここ数年、定款変更、毒薬条項、黄金株などといった防衛策を導入した日本企業を日経テレコムで検索、研究対象企業に決める。防衛策の種類、最初にメディアで報道された日付、導入が完成した年度などの情報を整理する。

① 防衛策導入の宣告による株価効果を推算、分析する。株価のデータは日経のデータベースで入手する。最初に防衛策導入が報道された日を宣告日とし、その前後数日間のCARをマーケットモデルを使って計算する。

② 企業統治の変数が防衛策導入の前後で統計的には相違があるかどうか検定を行う。防衛策導入企業の企業統治変数について情報を収集する。これらの変数は企業の年次報告書、企業総覧、新聞、雑誌などで調べ、まとめる。

#### 4. 研究成果

(1) M&A が日本企業の業績及びガバナンス体制に与える影響について実証研究を行った。1991年から2003年の間、日本上場企業による国内合併ケース66件をサンプルとして、合併宣告CARと合併前後のガバナンス変数を調べた。

①日本の合併企業が合併完成後12ヶ月間の平均CARが6.8%に達し、その後も上昇を続け、合併完成後24ヶ月間の平均が9.6%、36ヶ月間の平均が19.1%になったことがわかった。また、この3つの期間の平均CARはそれぞれ10%、10%、5%の水準で統計的に有意である。マーケットは、合併企業に対し、ポジティブの反応を示しているといえる。

日本の合併企業が合併完成後のバイ・アンド・ホールド超過リターン(BHAR)をみると、完成後1年間、2年間、3年間はそれぞれ9.1%、11.3%、20.6%であり、それぞれ10%、10%、5%の水準で統計的に有意であることがわかった。CARの結果と一致したように、合併企業の長期パフォーマンスは有意にポジティブであることが確かめられた。つまり、投資家が合併を行った企業に完成後の月末において投資した場合、同様の企業特性を持つ非合併企業への投資に比べ、2年間所有の場合は11.3%、3年間所有の場合は20.6%も高いリターンが得られる。

	N	平均値
合併後12ヶ月のCAR	60	6.80%
合併後24ヶ月のCAR	60	9.60%
合併後36ヶ月のCAR	60	19.10%
合併後12ヶ月のBHAR	54	9.15%
合併後24ヶ月のBHAR	53	11.32%
合併後36ヶ月のBHAR	53	20.58%

②合併前後にあたり企業の株主集中度に減少の傾向が見られた。合併企業は合併1年前の年度末において、上位10位株主の持ち株比率が平均49.8%であったが、合併後1年目の年度末は45.5%に減少した。しかもその変化は統計的に有意である。

株主種類別に大株主の持ち株比率をみると、上位10位の株主の中で国内法人株主がもっとも大きな存在であった。合併前に上位10位の法人株主は20%を所有していたが、合併後は21.7%となり、その変化は統計的には有意ではない。上位10位株主の持ち株比率の減少は法人株主の持ち株によるものではなかった。

つぎに、上位10位銀行株主の持ち株比率をみる。合併前では上位10位銀行株主は12.4%を所有していたが、合併後では10.9%に減少し、その変化は統計的には有意である。銀行株主の所有比率の低下は、合併企業の上位10位株主の所有比率の低下につながる一つの理由であることが言える。

ほかに上位10位外国人株主の持ち株比率を比較したが、合併前後の変化は少なく、統計的にも有意ではない。実際、上位10位外国人株主の所有率比は合併前においても合併後においても1%前後しかなく、法人株主と銀行株主に比べその存在が小さかったことがわかる。

また、合併前後の所有比率の変動に大きな差異が見られたのは、監査役を除く取締役全体の持ち株比率であった。合併前は取締役全体の所有比率が7.5%であったが、合併後は4.5%にも低下し、しかもその変化は統計的に有意である。

③合併企業のコーポレートガバナンスの変動はその後の長期パフォーマンスに影響があるのかについて検証した結果、取締役などの内部経営者が所有比率を上げる場合、企業価値を向上させる効果が達成できることが示された。日本上場企業の場合、一般的に上位経営者の持ち株が低いため、その所有の増加は経営者のインセンティブを高める効果が期待できると考えられる。つまり、銀行・法人大株主の所有比率が減る一方、取締役のような利害関係者が所有比率を上げた場合、長期的に合併後の企業価値を向上できる。

一方、証券・保険会社など企業のコーポレートガバナンスに積極的ではなかったほかの利害関係者が所有比率をあげた場合、必ずしも企業の企業価値を向上させるとは限らない。本稿で検証したサンプル企業と対象期間では、上位10位株主は主に銀行と法人株主であり、証券・保険会社や外国人の所有比率が低かったため、ほかの種類の大株主の変動による効果については調査するためには十分なデータを得られなかった。しかし、近年、日本企業の外国人株主の増加や、コーポレートガバナンスに対する機関投資家の積極的な関与など、日本企業の株主構造や意識が変わりつつある。これらの新しい変化と傾向についてさらなる研究が必要である。

(2)2005年から2007年において防衛策を導入した日本企業を対象に、防衛策導入によって生じた株式市場の反応と、株主の変化について調べた。買収防衛策の形態としては定款変更、信託型ライツプランや事前警告型などが採用されていたが、事前警告型がもっとも一般的である。全160件のサンプルについて

実証研究を行った。

① 防衛策導入がメディアで報道された日において導入企業の異常収益率が0.007%、その1日前は-0.363%、その1日後は-0.214%であった。報道日前後3日間の累積異常収益率は-0.58%であり、統計的には有意であった。

Day	CAR 平均値	CAR 中央値
-2	-0.1%	0.0%
-1	-0.4%	-0.2%
0	0.0%	0.0%
1	-0.2%	-0.2%

② 買収防衛策導入前後にあたり企業の株主構造にほとんど変化が見られなかった。上位十大株主持株比率が40%で、合併をサンプルとした研究では合併前の同比率が50%であったのに比べ、所有集中度が低下したことがわかった。

全株主の中で、個人株主が最大の株主で、その持ち株が33%である。次に多いのは金融機関株主であり、その持ち株が30%を占めていた。その次は外国人株主と事業法人がほぼ拮抗し、18%の持ち株を所有している。80年代や90年代において事業法人や金融機関が主な株主であったが、近年個人株主と外国人投資家が重要性を増してきた。この変化は株式の持ち合いの解消が進んでいることを反映している。なお、個人株主と外国人投資家の増加は、企業買収策導入の動きを刺激している面もある。

	導入前	導入後
上位十大株主持株比率	40%	40%
投信持株比率	2%	2%
役員持株比率	4%	4%
政府公共団体所有比率	0%	0%
金融機関所有比率	30%	29%
証券会社所有比率	1%	1%
その他法人所有比率	18%	19%
外国法人等所有比率	18%	18%
個人・その他所有比率	33%	32%

③ 敵対買収防衛策は導入企業を非生産的な企業買収という脅威から守るという利点があるが、一方では導入企業の経営陣の保身策として乱用されるという落とし穴もある。この研究で、防衛策導入宣告のCARがマイナ

スであったことは欧米の結果と一致している。たとえば、Malatesta (1988) では定款変更や毒薬条項を導入した企業の異常収益率が-1.2%であったと報告された。つまり、日本でも買収防衛策は経営陣の保身策として導入され、企業価値を損なう恐れがあると捉えられる。内部取締役が支配的であった日本企業にとって、買収防衛策はさらに経営陣の支配を強め、Agency cost を高めることから、株式市場がネガティブな反応をしたと考えられる。

## 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[学会発表] (計1件)

① Tsung-ming Yeh 『日本企業のコーポレートガバナンスと合併の効果』 日本経営財務研究学会第32回全国大会 2008年9月28日 (東京)

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

Tsung-ming Yeh (ツオン・ミン イエ)  
国際教養大学・国際教養学部・助教  
研究者番号：20404858

### (2) 研究分担者

なし

### (3) 連携研究者

なし