

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 27 年 6 月 17 日現在

機関番号：34415

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2012～2014

課題番号：24730402

研究課題名(和文) 買収防衛策導入と経営者の会計政策に関する実証分析

研究課題名(英文) An Empirical Research on Adoption of Anti-Takeover Provisions and Earnings Management.

研究代表者

宮宇地 俊岳 (MIYAUCHI, Toshitake)

追手門学院大学・経営学部・准教授

研究者番号：90609158

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,700,000円

研究成果の概要(和文)：企業合併・企業買収の対抗策として買収防衛策を導入する企業が増加しつつある。買収防衛策の導入は、企業における経営者-株主間の力関係を変化させる可能性が指摘されてきた。先行研究のサーベイや実証分析の結果、買収防衛策の導入は、経営者の保身力を高め企業のコーポレート・ガバナンスの状態に変化をもたらし、企業価値を変化させ、さらには経営者による利益報告行動に変化をもたらしていることが明らかとなった。

研究成果の概要(英文)：The number of firm that adopts anti-takeover provisions to protect against hostile corporate acquisitions has been increasing. It has been pointed out that adoption of anti-takeover provisions could have influence principal agent relationship between manager and shareholder. Through review of prior research and empirical analysis, this research found three main findings. Firstly, manager adopts ATP for his entrenchment. Secondly, if a firm announces ATP adoption, stock market has a tendency to undervalue ATP adopter. Finally, manager of ATP adopter operates negative earnings management.

研究分野：会計学

キーワード：買収防衛策 経営者保身 利益マネジメント

## 1. 研究開始当初の背景

(1)近年、海外の研究を中心に、「企業のコーポレート・ガバナンスの状態」と「経営者による利益マネジメント」あるいは「利益の質の高低」との関連性を問う研究が蓄積されている。具体的には、たとえば、経営者交代の種類(友好的・敵対的、内部出身・外部移入)と利益マネジメント、社外取締役制度の導入と利益の質、株主属性(大規模投資家や外国人投資家の多寡)と利益マネジメント、内部統制や監査の厳格さと利益操作などを題材とした研究である。ここで、「利益マネジメント」とは、会計制度が認める範囲内で、会計方法を選択・変更する、あるいは将来項目の見積りを変更すること等を通じて、経営者が会計数値を調整し、理想とする水準の利益数値を報告することをいう。

(2)しかしながら、「コーポレート・ガバナンスの状態と利益マネジメント」という研究テーマに関心が高まっている一方で、近年増加しつつある買収防衛策の導入を題材とした研究成果の蓄積は少ないのが現状である。そこで、本研究では、この「コーポレート・ガバナンスと会計利益」という領域に属するテーマから、「買収防衛策の導入」によって、それを契機とした「経営者による利益管理の有無」との関係性の検証に取り組む予定である。

## 2. 研究の目的

(1)近年、我が国の M&A 件数は急激に増加しており、1990 年代から 2000 年代にかけて、平均的に年 500 件前後であった水準から年 1500~2500 件の水準へと推移していることが観察されている。この状況に対抗するために、企業は買収防衛策の導入を進めている。ここで、買収防衛策とは、ある企業が、敵対的な買収の対象にならないように事前に導入しておく措置、あるいは敵対的買収の対象となった場合に、買収を仕掛けてきた企業にその買収を諦めさせるために事後的かつ緊急的に発動する対抗措置のことをいう。

(2)買収防衛策の導入は、コーポレート・ガバナンスの状況(株主-経営者の力関係)を変化させると考えられる。特に、経営者の地位を強める(経営者の任期延長を含む)ことが想定され、その導入を契機として、経営者には報告利益にマイナス方向へのバイアスを加える誘因が働き、報告利益を変質させている可能性が考えられる。そこで、本研究は、買収防衛策の導入によるコーポレート・ガバナンスの状態の変化と、経営者の利益報告行動との関係を検証することを目的としている。

(3)仮に、本研究で期待される結果が得られた場合には、以下のような学術的な貢献が想定される。一つは、会計学(特に実証会計学)

の領域では、経営者がどのような動機をもって会計数値を操作するのに関する知見を蓄積しているが、現時点で買収防衛策に着目した研究は存在しないため、当該学問領域の拡大に資することが期待される。いま一つは、特に、「コーポレート・ガバナンスと利益マネジメント」(特に、経営者交代や経営者任期と利益調整)といった一大領域の知見に貢献することができる。

## 3. 研究の方法

(1)研究方法としては2つのアプローチを採用した。まず一つは、先行研究のサーベイである。これまでに、買収防衛策を題材とした研究が、経済学領域、ファイナンス領域、経営学領域、会計学領域といった領域でなされたているはずである。そこで、それらの先行研究を渉猟し知見を整理することを試みる。

(2)次に、「買収防衛策の導入の有無」と「経営者による利益管理の方向性・大きさ」とに着目し、大量サンプルに基づく実証分析を実施し、両者の関連性を析出する。そのためには、検証すべき問題を定式化したうえで、買収防衛策導入案件のデータベースを活用して、検証サンプルを抽出する。さらに、検証サンプルとなった企業の会計データ・株価データ等の必要なデータを収集したうえで、統計分析を実施する。

(3)また、近年、取得原価主義会計から公正価値会計への転換が進んでおり、それに伴い、企業が利益マネジメントを実施する際の裁量の余地が拡大している可能性がある。そこで、利益マネジメントの考察を行ううえで、会計制度の変質が利益マネジメントの実施容易性に与える影響についても補足的に確認を行う。

## 4. 研究成果

(1)まず、そもそも、企業はなぜこれらの買収防衛策を導入するのかについての検討を行った。買収防衛策の導入によって企業の所有者たる株主の富にどのような影響をもたらすのかについては、主要な仮説が2つ存在し、これらの2仮説を中心に研究が展開されていることが明らかとなった。いずれもプリンシパル・エージェント理論に基づいたもので、1つは「経営者保身仮説」(「エントレンチメント仮説」とも呼ばれる)であり、もう1つは「株主利益仮説」である。まず、経営者保身仮説とは、買収防衛策導入を、株主の費用負担のもとで経営者の職と意思決定権を保護する行為であると捉え、買収防衛策導入によって経営者に対する外部からのコントロールが効きにくくなることで経営者が株主の利益追求を行わなくなる(機会主義的な行動をとる)可能性を指摘するものである。他方で、「株主利益仮説」とは、買収防衛策導入には経営者の任期延長の効果があり、そ

の結果として、経営者は短期的な利益を最大化する経営意思決定を行わず、株主価値の増大に資するような長期的な投資を行うようになるという仮説である。前者の立場に立てば、買収防衛策は経営者のみを利するために導入されるものであり、株主の富を毀損する可能性がある。他方で、後者の立場に立てば、経営者と株主の利害が一致 (alignment) し、買収防衛策は双方のために導入されるものでありうる。買収防衛策導入とコーポレート・ガバナンス、企業価値への影響、利益マネジメントの有無をめぐる研究は、主にこれらの仮説の検証を争点とする構造をとる。

(2) 導入した買収防衛策が、そもそも買収局面においてどのような効力を発揮するのかについての研究成果の知見を整理する。買収防衛策は、経営者が (なんらかの理由で) 敵対的買収に備えるために導入するものであることから、現行の経営者が継続的に経営に携わるため、つまりその身分を守るために導入するものと想定される。経営者にとっての買収防衛策導入の成功とは、第一義的には敵対的買収の阻止にある。そのような性質をもつがゆえに、買収防衛策は株主保護に資するという側面は弱い可能性がある。ただ、経営者にとっての第二義的成功として、(経営者の地位を追われても) 保有株式売却によって高い対価を得ることも想定されうる。この点、株主の利害と一致する局面もありうる。(買収防衛の成否に関わらず) 買収防衛策の導入によってより高い株式の売却対価を得ることができれば、株主にとってメリットのあるものとなる。これらの論点に関して、初期の研究では買収防衛策には敵対的買収を阻止する力が認められたものの、その後の研究では被買収確率への影響力がないことが明らかとなった。また、買収防衛策の導入が買収プレミアムを増大させるか否かについては、概ね増大させるとの結果を得ており、経営者が自社株を保有していた場合に、(その株を売却すれば) 高額な対価を得る可能性があること、そして、買収防衛策を導入した企業の買収にはコストがかかることがわかった。通常、買収に要するコストが高くなれば、買収防衛の成功率もあがることが期待されるが、買収防衛策の導入による買収コストの増大の効果と、買収防衛策導入によって買収危険属性を顕示したことで敵対的買収を呼びこむ効果とが相殺しあっている可能性も想定されうる。

(3) 次に、どのような属性をもった企業が買収防衛策を導入するのかについて検討したところ、経営状態が良好ではない企業が経営者保身の目的で導入している可能性が高いことが明らかとなった。単純に考えれば、買収ターゲットとなりやすい企業が買収防衛策を導入すると考えられるが、買収のターゲットとなりやすい企業は、財務的に健全なキ

ャッシュ・リッチ企業であることが判明した。他方で、買収防衛策を導入するのは、業績が低迷し、株式時価総額が低く、株式所有が分散する等して、買収されるおそれのある企業であることが明らかになった。その意味で、買収のターゲットとなりやすい企業と買収防衛策を導入する企業とは、属性が異なることが判明した。

(4) また、買収防衛策の導入が企業価値にもたらす影響を検出した研究の成果を概観したところ、それらの主要な研究は、買収防衛策の導入という特定のイベントの前後の株価の変化を分析することで、株主の富に与えた影響を分析している (いわゆるイベント・スタディー)。その成果は mixed であり、マイナスの影響をもたらすもの、プラスの影響をもたらすもの、影響はなく中立であるとするものに分けることができる。ただ、数のうえではマイナスの株価効果を検出した研究が圧倒的に多く、経営者保身のために買収防衛策を導入するとする仮説と整合する結果が報告されていることがわかった。

(5) そして、メインとなる買収防衛策導入と経営者による利益マネジメントとの関係を検証した研究についても検討した。利益マネジメントには、裁量的会計行動と実体的裁量行動の2種類の方法が存在することが知られている。まず、裁量的会計行動とは、現実の事業活動を変えずに、会計制度が認めている範囲内で、会計方針の選択・変更、耐用年数や割引率の見積もり等の変更を通じて、会計数値を操作することをいう。他方で、実体的裁量行動とは、会計数値を直接操作するのではなく、その前提となる事業活動を制御し (たとえば、販売価格の改定を通じた売上高の変動、生産量コントロールを通じた売上原価 [製造原価] の変動、研究開発費や広告宣伝費などの増減など)、間接的に会計数値を操作することをいう。結果的に、買収防衛策を導入した企業は、買収される脅威が低下するため、会計的裁量行動と実体的裁量行動の両パターンにおいて、保守的な会計政策 (マイナスの利益マネジメント) を実施することが明らかとなった。

(6) 統計的な実証分析を試みた結果、買収防衛策導入企業で利益マネジメントが検出された。ただ、リサーチ・デザインをより精緻に改良する必要性が認められるため、今後、さらなる改良を加え論文として公表していくことを計画している。

(7) また、近年、会計制度が取得原価主義から公正価値会計へと変質していく中で、会計制度を介して算定される会計利益が、年月の経過とともに変質している可能性についても検討を行っている。その結果、公正価値測定値は硬度が低く、公正価値測定値は、裁量

的な利益報告に用いられやすい側面があること、近年の会計制度改革によって公正価値測定項目が増加したことで、その機会が拡大していることを確認した。そのうえで、公正価値会計によって投資意思決定支援機能が劇的に改善されるという事実は観察されず、公正価値会計が契約支援機能を悪化させている可能性が示唆された。それらの原因は、公正価値測定値の裁量の余地の大きさ、信頼性の低さ、ボラティリティーの高さなどにある可能性があると考えられ、2000年代以降の経営者は、利益マネジメントを実施するうえで大きな裁量の余地を手に行っている可能性が存在することも明らかとなった。

#### 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)

〔雑誌論文〕(計 3 件)

宮宇地 俊岳、買収防衛策導入による経済的帰結に関するサーベイ - 導入企業属性、株価効果、利益マネジメントを中心として - 、追手門学院大学ベンチャービジネス・レビュー、査読無、第7巻、2015、3 - 14

宮宇地 俊岳、企業分析における経営戦略分析の意義と分析事例、追手門学院大学ベンチャービジネス・レビュー、査読無、第6巻、2014、55 - 65

Toshitake Miyauchi、Does Fair Value Accounting Improve Relevance of Accounting Information ?、Otemon Economic Studies、no refereed、Vol.46、2013、37-57

〔学会発表〕(計 0 件)

〔図書〕(計 1 件)

宮宇地 俊岳 他、追手門学院大学出版会、事業承継入門 3 - 事業承継のためのマーケティングと経営管理 - 、2015、306

〔産業財産権〕

出願状況(計 0 件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年月日：  
国内外の別：

取得状況(計 0 件)

名称：  
発明者：  
権利者：

種類：  
番号：  
出願年月日：  
取得年月日：  
国内外の別：

〔その他〕  
ホームページ等  
特に開設していない。

#### 6. 研究組織

##### (1) 研究代表者

宮宇地 俊岳 (MIYAUCHI, Toshitake )  
追手門学院大学・経営学部・准教授  
研究者番号：90609158

##### (2) 研究分担者

特に設けていない ( )

研究者番号：

##### (3) 連携研究者

特に設けていない ( )

研究者番号：