

機関番号：32689

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2008～2010

課題番号：20730314

研究課題名(和文) 買収防衛策導入企業における企業価値の変化に関する実証分析

研究課題名(英文) An Empirical Analysis of Corporate Value on Implementation of Anti-takeover Measures

研究代表者

大鹿 智基 (OSHIKA TOMOKI)

早稲田大学・商学大学院・准教授

研究者番号：90329160

研究成果の概要(和文)：本研究課題では、わが国公開会社において買収防衛策導入が市場(株主)からどのような評価を受けるかを実証的に検証しようとした。しかし、市場を取り巻く環境の変化を受け、経営者による平時の情報公開が株式市場に与える影響を詳細に分析することとし、定時株主総会の充実度と定時株主総会前後での情報公開の充実度との間に相関関係があることを明らかにするとともに、当該相関関係の理論的根拠について検討した。

研究成果の概要(英文)：This research first tried to empirically find out market reactions when Japanese companies implement anti-takeover measures. Due to the market situation, however, I have slightly changed the research questions to find out the relations between qualities of annual shareholders' meetings and qualities of disclosure before and after the meetings, as well as the logics behind the relations.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	600,000	180,000	780,000
2009年度	600,000	180,000	780,000
2010年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
総計	1,900,000	570,000	2,470,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：買収防衛策, 企業価値, 会計情報, 経営者の情報開示, 株主総会, 実証分析

## 1. 研究開始当初の背景

本研究課題申請当時、わが国株式市場においては、海外投資ファンド等による投資が増え、経営者に対し配当の増額や経営の効率化などを迫ったり、場合によっては経営陣の交代を要求するなど、株主と経営者の緊張感が高まっていた。このような緊張関係は株主による経営者の規律付けの観点からは望ましいが、一方で中長期的な利益を犠牲にした近視眼的な経営を求められる恐れもあった。

この動きに対し、経営者が買収防衛策を導入しようとする機運も見られた。買収防衛策

導入は、短期的な脅威を取り除くことで、経営者が本来おこなうべき企業価値向上のための経営に注力できる可能性がある一方、経営者への規律付けを弱くし、放漫経営や、不相应な経営者の延命をもたらす可能性もある。

買収防衛策導入の是非は最終的に市場が判断すべきことと考えると考え、導入時の企業価値(株式時価総額)がどのように変化するかを明らかにすることを通じて、買収防衛策導入の是非を論じることとした。

## 2. 研究の目的

企業(経営者)による買収防衛策導入時の株式市場の反応を実証的に分析することにより、買収防衛策導入が株主からどのように判断されているかを検証する。これにより、買収防衛策導入が中長期的視野に立った経営というメリットをもたらすのか、それとも株主による規律付けの力が弱くなることで経営者の放漫経営というデメリットをもたらすのか(両者のどちらがより強い)かを明らかにする。

また、企業の属性によって防衛策導入時の株式市場の反応が異なるのであれば、買収防衛策導入がどのような企業の価値を上げることに寄与するかを確認することができる。すなわち、上述のメリット・デメリットそれぞれの大きさが企業属性に依存する(たとえば、長期にわたる研究開発が必要な企業ほど買収防衛策導入のメリットが大きい)のであれば、当該企業の株主に対する説明の方法が変化する者と考えられる。

## 3. 研究の方法

これまで述べてきたような目的を達成するために、買収防衛策導入企業のデータを集め、導入発表日の株式市場の反応を分析しようと試みた。しかし、ブルドックソース事件の経過などを受け、またわが国特有の横並び意識もあり、特に同業種内の多くの企業が同時期に買収防衛策導入を発表するなど、実証分析が困難な状況となった。また、買収防衛策導入時の株価リターンに有意な変化がないことを確認する先行研究が発表されたことから、当初の計画通りの研究遂行は困難かつ意義が薄いと判断した。

その一方で、株主による、経営に対する監視の目が厳しくなったことも事実である。社員株主や持ち合い株主など、企業の方針に完全に賛成する株主が減った一方で、投資ファンド等機関投資家の持ち株比率が増大した。機関投資家は自らの投資資産の最大化を図るために、積極的に企業に働きかけることが多くなり、結果として企業と意見が対立する場面も増えた。その場合、最終的な意見調整(集約)の機会として株主総会の役割が見直されるようになった。

そこで、買収防衛策導入時の株主の反応という比較的限定された状況のみを検証しようとしていた当初の研究方法を変更し、より広範な観点から、株主と経営者との関係を実証的に明らかにすることとした。具体的には、経営者と株主が直接対話するほぼ唯一の機会である定時株主総会を取り上げ、それを経営者の株主に対する態度の発現と考えた。充実した定時株主総会的前提は、経営者側の意識と株主側の必要性の両者がそろうことである。充実した定時株主総会が開催されてい

るということは、株主に対する経営者の真摯な態度の表れであり、日ごろのディスクロージャーなど他の場面についてもその影響があるものと考えられる。

そこで、株主総会の前後においてディスクロージャーの程度がどのように変わったかについて、いわゆる市場モデルの決定係数の変化との関係を用いて明らかにすることとした。

## 4. 研究成果

定時株主総会の開催所要時間、参加人数および参加割合、質問数などを「株主総会の質」を表す代理変数として取り扱い、その他のコントロール変数を加えた上で、株主総会の質が株主総会前後の情報公開の程度に与える影響について実証分析をおこなった。分析対象は2001年～2008年の各6月に開催された定時株主総会である。

時系列を確認しておく、定時株主総会の前年4月から当年3月末までの1年間の会計期間について、当年5月後半に決算短信を通じて会計情報が市場に伝達され、6月後半に定時株主総会が開催される。会計情報の情報内容が市場の株価形成に与える影響を排除するため、当年1月～4月までの期間を「定時株主総会前」の期間として、また7月～10月までの期間を「定時株主総会后」の期間として分析をおこなうこととした。

また、「情報公開の程度」については、先行研究にしたがい、以下で示される市場モデルの決定係数を用いた。

$$R_{it} = \alpha + \beta \times R_{Mt} + \varepsilon$$

ただし、 $R_{it}$ は個別企業の株価リターン(日次)、 $R_{Mt}$ は市場全体(TOPIXを利用した)の株価リターンである。個別企業に関する情報公開の程度が低ければ、その企業の株価リターンが市場全体に連動する(市場全体に関する情報に基づいて変化する)程度が高くなる。したがって、市場モデルの決定係数が低い企業ほど個別の情報内容が多い、というのが基本的な考え方である。しかし、近年の研究では、多期間においては逆の現象を示す可能性を示すモデル分析(前年までの情報公開が充実していれば、当年の情報公開時の反応は小さく、市場との連動性が高まるはずとする分析)もあり、分析対象となる株主総会の前年までの状況をコントロールする。

株主総会の質と情報公開の程度との関係を明らかにするために、計算された市場モデルの決定係数を従属変数とし、株主総会の質の代理変数と考えられる各変数を説明変数、市場モデルの決定係数に影響を与えると考えられるその他の変数をコントロール変数として、多変量回帰分析をおこなった。

Table 1  
Descriptive table

N=8027 for Pre-R2 and Post-R2 ; N=8114 for the rest of variables

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Standard Deviation
PreR2	0.2808	0.2407	0.7879	0.0000	0.1635
PostR2	0.2724	0.2508	0.8828	0.0000	0.1748
Post-pre	0.0488	0.0645	4.5285	-4.8881	1.1751
Length	48.7388	41	188	19	28.7356
Middle	31.2882	31.0	81.8	3.4	13.2759
Debtatio	0.6468	0.6687	0.8681	0.1002	0.2017
ROA	0.0628	0.0448	0.2341	-0.1206	0.0444
Size	11.8467	11.4439	15.7191	8.0047	1.3745
Mtb	1.3888	1.1534	7.8070	0.3278	0.8788

表 1 は使用した変数の記述統計量である。ただし、PreR2 は株主総会前の決定係数、PostR2 は株主総会後の決定係数、Post-Pre は両者の差（株主総会前後の決定係数の変化）である。また、Length は株主総会所要時間、Percentage は出席株主割合、No. of questions は質問数を示している。さらに、ROA は前年業績（経常利益÷総資産）、size は企業規模（総資産の自然対数）、Mtb は時価簿価比率（株式時価総額÷純資産簿価）である。

Table 2  
Two-sample T-test

	High preR2	Low preR2	Difference	T(P value)
PreR2	0.39488	0.12881	-0.28800	-128.23000
PostR2	0.35830	0.18858	-0.17200	-50.52000
Post-pre	-0.03639	0.05887	0.08640	31.81000
Length	63.38460	46.76878	-7.63500	-12.88000
Middle	33.78170	28.81666	-5.14800	-17.88000
Debtatio	0.54188	0.54848	0.00850	1.45000
ROA	0.05557	0.04848	-0.00800	-6.12000
Size	11.98085	11.26731	-0.72400	-24.35000
Mtb	1.41800	1.38392	-0.054	-2.75

まず、株主総会前（1月～4月）における市場モデルの決定係数の高低に基づき、それぞれのサンプル群の特徴を確認した。その結果（表2）、株主総会前の決定係数が高かったサンプル群では、株主総会後（7月～10月）の決定係数も高いこと、企業規模が大きいこと、前年度の業績が高いこと、さらに直後に開催される株主総会の所要時間が長いことが確認された。株主総会前の決定係数が高い企業ほど株主総会が長いという現象は、決定係数の高さが事前の情報公開の少なさを示す（そのために株主総会における情報公開要求が高まった）という考え方と整合する結果である。

次に、本研究課題の主題である、株主総会の質が株主総会後の情報公開の程度に与える影響を検証した。ここでは、株主総会所要時間、出席株主割合、質問数の3変数を説明変数に、株主総会後の決定係数と株主総会前後の決定係数の変化の2変数を被説明変数とする。また、先行研究にしたがい、前期業績、企業規模、時価簿価比率をコントロール変数とした。さらに、前段の分析から株主総会前の決定係数もコントロール変数に加えた。

Table 3  
Model 1-Length ; Model 2-Percentage ; Model 3-No. of questions

Dependent Variable: postR2 (R-square for the period July-October)

	Model (1)		Model (2)		Model (3)	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
Intercept	-0.0088	-0.58	-0.0449	3.73***	-0.0081	-0.77
PreR2	0.4837	16.73***	0.4752	45.91***	0.4858	47.04***
Length/ Percentage/ No. of questions	-0.0002	-3.82***	-1.8705	-10.17***	-0.0018	-4.34***
Debtatio	-0.2084	-2.88***	-0.0215	-2.82***	-0.0227	-2.87***
ROA	-0.1388	-3.84***	-0.0819	-2.20**	-0.1330	-3.58***
Size	0.0258	23.04***	0.0222	21.80***	0.0255	23.49***
Mtb	0.0081	4.73***	0.0072	4.32***	0.0087	5.11***
Year dummy	yes		yes		yes	
Adj-R2	0.5388		0.5448		0.5381	
F-statistic	703.37		715.89		708.32	
p-value	0.000		0.000		0.000	
N	7,781		7,784		7,841	

t-stat in parenthesis.

\*\*\*, \*\*, \* mean significant at 1%, 5%, 10% levels respectively.

Table 4  
Model 1-Length ; Model 2-Percentage ; Model 3-No. of questions

Dependent Variable: change in R2 (R-squares for the period July-October minus R-squares for the period January-April)

	Model (1)		Model (2)		Model (3)	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
Intercept	-0.0088	-0.58	0.0448	3.73***	-0.0081	-0.77
PreR2	-0.5183	-8.88***	-0.5248	-50.70***	-0.5141	-48.77***
Length/ Percentage/ No. of questions	-0.0002	-3.82***	-1.8705	-10.17***	-0.0018	-4.34***
Debtatio	-0.2084	-2.88***	-0.0215	-2.82***	-0.0227	-2.87***
ROA	-0.1388	-3.84***	-0.0819	-2.20**	-0.1330	-3.58***
Size	0.0258	23.04***	0.0222	21.80***	0.0255	23.49***
Mtb	0.0081	4.73***	0.0072	4.32***	0.0087	5.11***
Year dummy	yes		yes		yes	
Adj-R2	0.4017		0.4088		0.3888	
F-statistic	102.73		108.80		101.14	
p-value	0.000		0.000		0.000	
N	7,781		7,784		7,841	

t-stat in parenthesis.

\*\*\*, \*\*, \* mean significant at 1%, 5%, 10% levels respectively.

表3が株主総会後の決定係数を被説明変数とした分析の結果、表4が株主総会前後の決定係数の変化を被説明変数とした分析の結果である。ただし、説明変数である株主総会の質の代理変数として、Model(1)～(3)の順に、Length（株主総会所要時間）、Percentage（出席株主割合）、No. of questions（質問数）を利用している。また、コントロール変数として、PreR2（株主総会前の決定係数）、ROA（前年業績）、size（企業規模）、Mtb（時価簿価比率）を用いた。なお、8年度分のデータをプールして分析しているため、年度間の差異を調整する目的で年度ダミーを加えてある。

分析の結果、株主総会の質の代理変数である、株主総会所要時間、出席株主割合、質問数のいずれも、株主総会後の決定係数に対して有意に負の影響を有していることが明らかになった。すなわち、株主総会の質が高い企業において、株主総会後に情報公開の質が高まる（したがって市場との連動性が低くなる）という本研究の仮説が支持される結果となった。

## 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 1 件)

- ① 大鹿智基「情報開示に対する経営者の姿勢と株式市場の反応－株主総会活性化と会計情報有用性－」『証券アナリストジャーナル』(査読なし) 第 46 巻第 5 号, 82～92 頁, 日本証券アナリスト協会, 2008 年 5 月.

[学会発表] (計 3 件)

- ① Saka, C., and T. Oshika, "Market Valuation of Corporate CO2 Emissions, Disclosure and Emissions Trading," 韓国会計学会 2010 年度年次大会, 2010 年 6 月.
- ② 大鹿智基「CO2 排出量が企業価値に与える影響に関する実証分析」日本会計研究学会平成 19・20 年度特別委員会 第 1 回シンポジウム, 2010 年 3 月.
- ③ 「情報開示に対する経営者の姿勢が会計情報の有用性に与える影響－株主総会活性化企業における業績予想の精度－」MPT フォーラム 2009 年 2 月度例会, 2009 年 2 月.

[その他]

ホームページ等

<http://www.f.waseda.jp/oshikat/>

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

大鹿 智基 (OSHIKA TOMOKI)  
早稲田大学・商学大学院・准教授  
研究者番号：90329160

### (2) 研究分担者

なし

### (3) 連携研究者

なし

### (4) 研究協力者

久保田 安彦 (KUBOTA YASUHIKO)  
大阪大学・法学(政治学)研究科(研究院)・准教授  
研究者番号：30298096

Louis Cheng  
香港理工大学・経営大学院・教授

Xin Chang, Simba  
南洋工科大学・経営大学院・助教授