

# 国際マネジメント研究

第3巻 2014年3月

統合報告書作成の決定要因分析についての一考察

—機関投資家持株比率との関係を中心として— . . . . . 林 順一 (1)

(2013年度 国際マネジメント研究科 研究奨励賞 受賞論文)

買収防衛策の廃止・非継続の意思決定が株価に与える影響

—買収防衛策の意義と企業価値への考察— . . . . . 岡本 伊万里 (12)





統合報告書作成の決定要因分析についての一考察  
—機関投資家持株比率との関係を中心として—

Determinants of Integrated Reporting for Japanese Corporations  
— Focused on the Influence of Institutional Shareholders —

林 順一  
Junichi Hayashi

(論文要旨)

本稿では、統合報告書作成の決定要因として機関投資家持株比率に着目し、統合報告書作成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したうえで、統合報告書作成の有無と機関投資家持株比率の関係について分析した。

サンプルは東証1部上場企業とし、2012年度のクロスセクションデータを用いてロジット分析を行った結果、統合報告書の作成と機関投資家持株比率の間には有意な正の関係があることが示された。この結果は、機関投資家持株比率が高い企業ほど、統合報告書を作成する傾向があるという考え方と整合的である。なお、機関投資家持株比率の他にも、当該企業の規模（時価総額の対数値）及び業種（医薬品業種）が統合報告書作成の有無に正の影響を与えていることが示された。

(Abstract)

The purpose of this paper is to identify the determinants of integrated reporting, especially the influence of institutional shareholders.

The sample is based on the cross section data of Japanese Corporations listed with first section of the Tokyo Stock Exchange in FY2012. I use logistic regression model.

My results point out that the likelihood of disclosing an integrated reporting is positively associated with the influence of institutional shareholders. In addition, my results show that large firm and the firm belongs to pharmaceutical industry tends to prepare integrated reporting.

1 はじめに

企業情報開示の新たな取り組みとして、統合報告書を作成する企業が増加している。統合報告書とは、「投資家向けに財務情報を中心に構成されていた従来のアニュアルレポート

に、CSR 報告書等に記載されている ESG 情報（Environmental, Social, Governance＝環境・社会・ガバナンス）を加味したものである」（北川（2013））といえる。では、どのような属性の企業が統合報告書作成に積極的に取り組んでいるのであろうか。先行研究では、統合報告書作成の有無に影響を与える変数として、企業規模、収益性及び業種等が指摘されている。本稿では、統合報告書作成に及ぼす機関投資家の影響に注目し、企業規模、収益性、成長性、負債比率、社外取締役の有無及び業種を考察したうえで、統合報告書と機関投資家持株比率の関係について検討する。

統合報告書のフレームワークを制定する動きとして、IIRC（国際統合報告評議会）の活動がある。IIRC は 2011 年 9 月にディスカッションペーパー、2012 年 9 月に枠組のプロトタイプ文書、2013 年 4 月に枠組のコンサルテーション・ドラフトを公表し、コンサルテーション期間に提出された 350 を超えるコメントを吟味したうえで、2013 年 12 月に国際統合報告フレームワークを発行した（IIRC（2013））。IIRC は統合報告の目的として、組織がどのようにして短中長期の価値を創造・持続できるかを描写することにあるとし、また主な開示の対象は長期志向の投資家であるとしている（住田（2013））。

このように、統合報告書に関する議論は比較的最近行われるようになったものことから、統合報告書に関する研究は必ずしも十分に行われているとはいえない。統合報告書は長期志向の機関投資家（以下「長期投資家」という）のニーズに適合したものであり、また企業にとっても長期投資家を引き付ける手段として位置付けられるものであるため、企業が統合報告書を作成する動機の一つとして機関投資家の影響を想定することができると思われる。本稿において、統合報告書作成の有無と機関投資家との関係を分析することによって、統合報告書を巡る議論に新たな視点からの実証結果を加えるという貢献ができると考える。

以下では、第 2 章で先行研究を概観したうえで、日本企業における統合報告書作成の有無と機関投資家持株比率との関係についての仮説を導く。第 3 章で実証研究の枠組みを説明し、第 4 章で実証結果を分析する。そして、第 5 章で全体を総括し今後の課題を述べることとする。

## 2 先行研究と仮説

### 2.1 先行研究

統合報告書作成の決定要因分析に関する先行研究は、統合報告書の普及が比較的最近の事象であることを反映して、必ずしも十分になされているわけではない。そこで本節では統合報告書作成の前段階ともいえる GRI（グローバル・レポーティング・イニシアティブ）のガイドラインを適用した CSR 情報開示の有無（以下「GRI 開示の有無」という）及びこれに類する先行研究も合わせて検討することとする。主な先行研究は表 1 に列挙したとおりである。

表1 先行研究

論文	対象国・地域 対象年度	被説明変数	有意な関係を示す主な説明変数
Frias-Aceituno et al. (2014)	フォーブス グローバル 2000, 2008-2010年	統合報告書作成の有無	企業規模(+), 収益性(+), 業種(+) GRI開示(+)
Sierra-García et al. (2013)	グローバル 2009-2011年	統合報告書作成の有無	企業規模(+), CSR認証開示(+)
林(2014)	日本 2012年	GRI開示の有無	企業規模(+), 収益性(-), 成長性(-) 海外売上高比率(+)
Legendre and Coderre(2013)	フォーチュン グローバル 500, 2009年	GRI開示の有無	企業規模(+), 収益性(+), 業種(+) 国別の企業文化(+)
Hahn and Kühnen (2013)	メタ分析 1999-2011年	サステナビリティ報告書作成の有無	企業規模(+), 収益性(+)/(-), 業種(+) レバレッジ(+)/(-)
Gamerschlag et al. (2011)	ドイツ 2005-2008年	単独のCSR報告書作成の有無	企業規模(+), 知名度(+), 株主構成(+) 米国上場(+)
Albers and Günther (2011)	ヨーロッパ 2008年	GRI開示の有無	企業規模(+), 収益性(+), レバレッジ(-)

(注1) 論文中に複数の分析がある場合には、代表的な分析の変数を示す。

(注2) 変数名の後の(+)-は正の関係、(-)は負の関係を示す。

統合報告書作成の決定要因分析の先行研究として、Frias-Aceituno, Rodríguez-Ariza and García-Sánchez (2014) の研究がある。彼らはどのような属性の企業が統合報告書を作成しているかを明らかにするため、フォーブス グローバル 2000 社（金融・保険業を除く）を対象としてロジット分析を行い、企業規模（総資産の対数値）が大きく、収益性（ROA）が高く、競争が激しくない業種に属する企業で、GRI ガイドラインを適用した開示を行っている企業の方が、統合報告書を作成する傾向があることを示した。

同様の研究として、Sierra-García, Zorio-Grima and García-Benau (2013) の研究がある。彼らは、どのような属性の企業が統合報告書を作成しているかを明らかにするため、GRI データベースにあるグローバル（アフリカ、アジア、ヨーロッパ、南アメリカ、北アメリカ及びオセアニア地域）7,344 社を対象としてロジット分析を行い、企業規模（大企業 = 1 としたダミー変数）が大きく、CSR 報告書を監査法人が認証している企業の方が、統合報告書を作成する傾向があることを示した。

GRI 開示の有無の決定要因分析の例として、林 (2014) の研究がある。彼らはどのような属性の企業が、CSR 開示のグローバル・スタンダードである GRI ガイドラインを適用した開示を行っているかを明らかにするため、日経平均 225 採用銘柄（金融・保険業を除く）を対象としてロジット分析を行い、企業規模（時価総額の対数値）が大きく、収益性（ROA の 3 年平均）が低く、成長性（PBR）が低く、海外売上高比率が高い企業の方が、GRI 開示に積極的であることを示した。

同様の研究として、Legendre and Coderre (2013) の研究がある。彼らは、どのような属性の企業が GRI ガイドラインを適用した開示を行っているかを明らかにするため、2009

年のフォーチュン グローバル 500 社を対象としてロジット分析を行い、企業規模（売上高の対数値）が大きく、収益性（ROA）が高く、石油産業や化学産業などのリスクの高い産業に属しており、かつ仏独伊西といったステークホルダーを重視する企業文化の国の企業の方が、GRI ガイドラインを適用した開示を行う傾向があることを示した。

Hahn and Kühnen (2013) は、どのような属性の企業がサステナビリティ報告書を作成しているのかを明らかにするため、1999 年から 2011 年にジャーナルに掲載された 178 論文を検討し、企業規模が大きい企業の方がサステナビリティ報告書を作成する傾向にあること、一方で収益性とレバレッジに関しては先行研究の結果が一致しないこと、社会や環境に大きな影響を与える業種ほど、サステナビリティ報告書を作成する傾向があることを示した。

Gamerschlag, Möller and Verbeeten (2011) は、ポリティカルコスト理論に基づき、企業が CSR 情報開示を行うのは、それによって得られるメリット（規制強化・課税・消費者のボイコットなどの回避）がコストを上回るからであると考え、ステークホルダーからの圧力は企業属性によって異なることから、CSR 情報開示の有無・水準も企業属性によって異なると考えた。そこで 2005 年から 2008 年までのドイツ大企業 130 社を対象としてプロビット分析を行い、知名度のある企業（ドイツの経済新聞のウェブサイトに掲載された回数の多い企業）、株式が分散している企業、米国のステークホルダーとの関係が深い企業（米国上場企業）、企業規模（従業員数・総資産の対数値）が大きい企業ほど単独の CSR 報告書を作成する傾向があることを示した。

Albers and Günther (2011) は、どのような属性の企業が GRI ガイドラインを適用した開示をしているかを明らかにするため、ストックス・ヨーロッパ 600 指数の構成企業を対象として、ロジット分析を行い、企業規模（総資産の対数値）が大きく、収益性（ROA）が高く、レバレッジが低い企業の方が、GRI 開示に積極的であることを示した。

## 2.2 仮説

日本の大企業は、法定開示資料である有価証券報告書等に加え、自主的にアニュアルレポートや CSR 報告書等を作成し、相当量の企業データを開示している。しかしながら、それらが必ずしも統一的に整理・体系づけられて報告されているわけではなく、また肝心の企業経営のストーリー（どのようにして株主価値を向上させていくのか等）が必ずしも明確に示されていないことから、一部の先進的な企業の事例を除けば、長期投資家のニーズに適合した情報開示になっているとは言い難い。

この点、統合報告書のフレームワークは、財務情報と非財務情報を統合し、主として長期投資家に対して、長期的価値創造に焦点をあてた企業戦略・ビジネスモデル等を簡潔に情報開示することを目指したものであり（IIRC (2013)）、長期投資家に好まれる情報開示の枠組みであるといえる。

日本の大企業は、明示的に自社の戦略やビジネスモデルを対外的に開示することに慣れ

ているわけではないが、機関投資家の持株比率が高い企業は、長期投資家を引き付けるため、長期投資家のニーズに適合している統合報告書を作成するインセンティブが高いと考えられる。従って以下の仮説が導かれる。

仮説 機関投資家持株比率が高い企業ほど、統合報告書を作成する傾向がある。

### 3 実証研究の枠組み

本稿では被説明変数を統合報告書作成の有無、説明変数を機関投資家持株比率とし、統合報告書作成の有無に影響を及ぼすと考えられるその他の主な変数をコントロールして、ロジット分析により、統合報告書作成の有無と機関投資家持株比率の関係を分析する。そこで本章では、サンプルと分析モデルを説明したうえで、被説明変数、説明変数及びコントロール変数について、その内容と変数として用いる理由を説明する。

#### 3.1 サンプルと分析モデル

サンプルは東証1部上場企業とし<sup>1</sup>、クロスセクションデータを用いてロジット分析を行う<sup>2</sup>（データは主として日経NEES-Cgesデータベースから作成<sup>3</sup>）。分析モデルは以下に示すとおりである。

$$INTREP = \alpha + \beta_1 INST + \beta_2 LNMV + \beta_3 ROE + \beta_4 PBR + \beta_5 DASS + \beta_6 ODE + \beta_7 IND$$

説明変数の *INTREP* は統合報告書作成の有無（有=1のダミー変数）、説明変数の *INST* は機関投資家持株比率、*LNMV* は時価総額の対数値（企業規模）、*ROE* は株主資本利益率（収益性）、*PBR* は株価純資産倍率（成長性）、*DASS* は負債比率、*ODE* は社外取締役の有無（有=1のダミー変数）、*IND* は医薬品業種（医薬品業種=1のダミー変数）である。ここで *ROE* を収益性の代理変数として用いるのは、投資家にとっての収益性は株主資本に対する利益であるからである。*INTREP* は2012年度版統合報告書（2011年度の決算数値が反映）の作成の有無、その他の変数は2010年度の数値である。なお、基本統計量は表2に、相関係数は表3に記載のとおりである。

統合報告書作成の決定要因分析についての一考察  
 —機関投資家持株比率との関係を中心として—

表2 基本統計量

変数名	略称	平均値	標準偏差	最小値	最大値
統合報告書作成の有無	<i>INTREP</i>	0.032	0.177	0	1
機関投資家持株比率	<i>INST</i>	21.857	15.092	0.19	80.83
時価総額の対数値	<i>LNMV</i>	10.689	1.528	7.218	16.262
株主資本利益率	<i>ROE</i>	6.409	32.387	-587.467	1072.222
株価純資産倍率	<i>PBR</i>	1.148	2.852	0.160	108.879
負債比率	<i>DASS</i>	52.554	22.284	1.85	99.07
社外取締役の有無	<i>ODE</i>	0.511	0.500	0	1
医薬品業種	<i>IND</i>	0.021	0.145	0	1

表3 相関係数

	<i>INTREP</i>	<i>INST</i>	<i>LNMV</i>	<i>ROE</i>	<i>PBR</i>	<i>DASS</i>	<i>PDE</i>	<i>IND</i>
<i>INTREP</i>	1							
<i>INST</i>	0.1998	1						
<i>LNMV</i>	0.2618	0.6715	1					
<i>ROE</i>	0.0034	0.0003	0.0283	1				
<i>PBR</i>	0.0033	0.0758	0.0234	-0.3501	1			
<i>DASS</i>	0.0414	-0.0790	0.0562	-0.0066	0.0595	1		
<i>ODE</i>	0.0821	0.1356	0.2055	0.0133	0.0062	0.0561	1	
<i>IND</i>	0.1162	0.0421	0.0926	0.0041	0.0110	-0.1280	0.0009	1

### 3.2 被説明変数

本稿では、被説明変数として統合報告書作成の有無を用いる。統合報告書とは財務情報と非財務情報を統合した報告書で、2010年に創設されたIIRCは、統合報告書のフレームワーク作りを推進し、2013年12月に国際統合報告フレームワークを発行しており、どのような基準を満たした企業開示資料がIIRCのフレームワークに基づく統合報告書と呼べるかについて示している。しかし、いまだその定義を適用した報告書の作成が始まっているわけではない。そこで本稿では、ESGコミュニケーション・フォーラムの調査結果を用いて、統合報告書作成企業を特定する。同調査によれば、2009年度16社、2010年度23社、2011年度33社、2012年度56社が統合報告書を作成している（非上場企業を含む）。

### 3.3 説明変数

本稿では、説明変数として機関投資家持株比率を用いる。これは機関投資家の持株比率が高い企業ほど長期投資家のニーズに対応し、長期投資家を引き付ける統合報告書を作成するインセンティブが高いと考えられるからである。ここで機関投資家持株比率とは、外

国人株式保有比率（除く外国法人判明分）、信託勘定株式保有比率、生保特別勘定株式保有比率の合計値をいう（日経 NEES-Cges の定義を用いる）。

### 3.4 コントロール変数

統合報告書作成の有無に影響を与える変数として、先行研究で用いられた主な変数を中心として、企業規模、収益性、成長性、負債比率（レバレッジ）、社外取締役の有無及び業種をコントロール変数として用いる（先行研究の概要は表1参照）。

企業規模が大きいほど情報の非対称性が高まりエージェンシー問題が深刻化するので情報開示の必要性が高まること、また企業規模が大きいほど統合報告書を作成する人材を整えることができることから、企業規模と統合報告書作成の有無の間には正の関係が推定される。実際 Frias-Aceituno, Rodríguez-Ariza and García-Sánchez (2014), Sierra-García, Zorio-Grima and García-Benau (2013) 及びその他の先行研究で、企業規模と統合報告書作成の有無の間に有意な正の関係が示されている。これらを踏まえ、企業規模（時価総額の対数値を代理変数とする）をコントロール変数とする。

業績の良好な企業は情報開示がしやすいことから、開示に積極的になり開示水準を向上させる傾向がある (Healy and Palepu (2001))。他方、収益性が高いと、企業はそのことにより投資家から高い評価を得ることができるので、統合報告書による開示を行う必要性が弱まる可能性がある。実際 Frias-Aceituno, Rodríguez-Ariza and García-Sánchez (2014), Legendre and Coderre (2013) 及び Albers and Günther (2010) の先行研究では統合報告書作成又は CSR 情報開示と収益性の間に有意な正の関係が示される一方、林 (2014) の研究では両者の間には有意な負の関係が示された。また Hahn and Kühnen (2013) のメタ分析では、両者の関係について、正・負いずれの先行研究もあることが示された。いずれにしても収益性（各年度の収益のブレを調整する観点から、株主資本利益率の3年平均を代理変数とする）は統合報告書作成の有無に影響を及ぼすと考えられるので、これをコントロール変数とする。

成長性が高い企業ほど統合報告書作成に十分な経営資源を投下する余裕がないので、統合報告書作成と成長性の間には負の関係が想定される。また成長性の高い企業は、そのことにより投資家から高い評価を得ることができるので、統合報告書による開示を行う必要性が弱まると考えられる。実際 Bollen, Hassink and Bozic (2006) では、ウェブサイト IR 評価と成長性の間に有意な負の関係があることが示された。また林 (2014) の研究では、GRI 開示と成長性の間に有意な負の関係が示された。これらを踏まえ、成長性（各年度の数値のブレを調整する観点から、株価純資産倍率の3年平均を代理変数とする）をコントロール変数とする。

負債比率が高い企業ほど、投資家（資本市場）よりも銀行などの債権者を重視する傾向があるので、市場に向けた情報開示に消極的になると考えられる。実際 Albers and Günther (2011) では、GRI 開示と負債比率（レバレッジ）の間には有意な負の関係が示された。

## 統合報告書作成の決定要因分析についての一考察 —機関投資家持株比率との関係を中心として—

そこで負債比率をコントロール変数とする。

社外取締役がいる企業ほど、統合的な情報開示に対する社外のニーズが社内に取り込まれるので、統合報告書による開示を行う傾向が高まると考えられる。実際、林（2010）の研究では、社外取締役の有無とディスクロージャー評価の間に正の関係が示された。これらを踏まえ、社外取締役の有無（有=1のダミー変数）をコントロール変数とする。

業種によって、統合報告書作成に対する意識が異なる。医薬品業種は、最終的な製品になるまで長期的視野に立脚した研究開発が必要とされ、また人命に直結する製品を製造するという高度の社会的責任を有する業種であることから、長期投資家に向けてCSR情報を含めた開示を行う意識が強いと考えられる。またノボ・ノルディスク等海外の製薬会社も統合報告書作成に注力しており、日本の製薬会社もこれに倣う傾向がある。これらを踏まえ、業種（医薬品業種=1のダミー変数）をコントロール変数とする。

### 4 実証研究の結果

統合報告書作成の有無と機関投資家持株比率との関係に関する推定結果は表4に示されるとおりである。分析モデルとして、企業規模（時価総額の対数値）、収益性（株主資本利益率）、成長性（株価純資産倍率）、負債比率、社外取締役の有無及び業種をコントロールしたうえで、統合報告書作成の有無と機関投資家持株比率の関係を推定した。その結果、機関投資家持株比率の係数は有意に正であることが示された。この実証結果は仮説と整合的である。すなわち、機関投資家持株比率の高い企業は統合報告書を作成する傾向があることが示された。

またコントロール変数のなかで、企業規模及び業種（医薬品業種）が統合報告書作成に対して有意に正であることが示された。このことは、企業規模が大きい企業の方が統合報告書作成に積極的であり、また医薬品業種の企業は統合報告書作成に積極的である傾向があることを示している。

表4 推定結果

説明変数・ コントロール変数	略称	係数	INTREP z値
機関投資家持株比率	<i>INST</i>	0.00066	2.24 **
時価総額の対数値	<i>LNMV</i>	0.01920	5.98 ***
株主資本利益率	<i>ROE</i>	-0.00014	-0.32
株価純資産倍率	<i>PBR</i>	-0.00699	-1.02
負債比率	<i>DASS</i>	0.00029	1.50
社外取締役の有無	<i>ODE</i>	0.00810	0.90
医薬品業種	<i>IND</i>	0.09655	3.31 ***
定数項	<i>C</i>		-9.86 ***
サンプル数	1,641		
対数尤度	-176.6726		
擬似決定係数	0.2452		
的中率	0.9683		

(注1) 係数は各変数に対応する限界効果の平均値を表す。

(注2) \*\*\*, \*\*は、それぞれ1%, 5%水準で有意なことを示す。

## 5 おわりに

本稿では、どのような属性の企業が統合報告書作成に積極的に取り組んでいるかを検討する観点から、統合報告書作成の有無と機関投資家持株比率の関係に着目し、企業規模、収益性、成長性、負債比率、社外取締役の有無及び業種に関する変数をコントロールしたうえで、統合報告書作成の有無と機関投資家持株比率の関係を分析した。実証結果は、機関投資家持株比率が高い企業ほど統合報告書を作成する傾向があるという仮説と整合的であった。また企業規模が大きい企業ほど統合報告書を作成する傾向があること、医薬品業種の企業は統合報告書作成に積極的であることが示された。

本稿の分析は、クロスセクションデータを用いて、2012年度版統合報告書作成の有無に関する分析を行ったもので、一時点の状況を説明するものに過ぎない。2013年度以降においても統合報告書作成企業は増大していることから、新たな年度における分析も今後行っていきたい。また本稿では、機関投資家持株比率の変動と統合報告書作成の変動を直接結びつけるような分析は行っていない。事例研究等を行うことにより、これらの因果関係を解明していくことも今後の課題と認識している。さらに本稿で示した変数以外にも、統合報告書作成の有無に影響を及ぼす可能性のある変数も想定される。これらの課題を踏まえ、統合報告書作成の決定要因について、更に研究を進めていく所存である。

- 
- <sup>1</sup> 2012年度の統合報告作成企業（非上場企業を除く）53社は全て東証1部上場企業であることから、サンプルは東証1部上場企業とした。  
<sup>2</sup> プロビット分析も行ったが、同様の結果が得られた（実証結果の記載省略）。  
<sup>3</sup> 統合報告書作成企業は、ESGコミュニケーション・フォーラムの調査（2013年5月1日時点）による（[http://www.esgcf.com/archive/pdf/esgcf\\_reportlist.pdf](http://www.esgcf.com/archive/pdf/esgcf_reportlist.pdf)）。

（参考文献）

- 北川哲雄（2013）, 「求められる新たな時代の情報開示戦略—キーワードはインテグレーション—」『国際医薬品情報』977, 16-19.
- 住田孝之（2013）, 「非財務情報に関する最近の欧米の動き」『証券アナリストジャーナル』51(8), 16-24.
- 林順一（2010）, 「ディスクロージャー水準の決定要因分析についての一考察—社外取締役との関係を中心として—」『インベスター・リレーションズ』4,49-71.
- 林順一（2014）, 「日本企業のCSR情報開示の決定要因分析についての一考察—どのような属性の企業がGRIガイドラインを適用した開示を行っているか—」『日本経営倫理学会誌』21, 235-244.
- Albers, C. and T. Günther (2011), “Disclose or not Disclose: Determinants of Social Reporting for STOXX Europe 600 Firms”, *Zeitschrift für Planung and Unternehmenssteuerung*, 21(3), 323-347.
- Bollen, L., H. Hassink and G. Bozic (2006), “Measuring and Explaining the Quality of Internet Investor Relations Activities: A Multinational Empirical Analysis”, *International Journal of Accounting Information Systems*, 7(4), 273-298.
- Frias-Aceituno, J.V., L. Rodríguez-Ariza and I.M. García-Sánchez (2014), “Explanatory Factors of Integrated Sustainability and Financial Reporting”, *Business Strategy and the Environment*, 23(1), 56-72.
- Gamerschlag, R., K. Möller and F. Verbeeten (2011), “Determinants of Voluntary CSR Disclosure: Empirical Evidence from Germany”, *Review of Managerial Science*, 5(2-3), 233-262.
- Hahn, R. and M. Kühnen (2013), “Determinants of Sustainability Reporting: A Review of Results, Trends, Theory, and Opportunities in an Expanding Field of Research”, *Journal of Cleaner Production*, 59, 5-21.
- Healy, P. M. and K. G. Palepu (2001), “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature”, *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- IIRC (2013), *The International <IR> Framework*.

---

(<http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>)

Legendre, S. and F. Coderre (2013), “Determinants of GRI G3 Application Levels: The Case of the Fortune Global 500”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(3), 182-192.

Sierra-García, L., A. Zorio-Grima and M.A. García-Benau (2013), “Stakeholder Engagement, Corporate Social Responsibility and Integrated Reporting: An Exploratory Study”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, DOI:10.1002/csr.1345.

## 買収防衛策の廃止・非継続の意思決定が株価に与える影響

### —買収防衛策の意義と企業価値への考察—

## Termination of Anti-Takeover Provisions and Relevant Effects on Stock Value

### — A Study of What Anti-Takeover Provisions Represent for Corporate Value —

岡本 伊万里

Imari Okamoto

#### (論文要旨)

本稿は買収防衛策の非継続・廃止の企業価値への効果を分析する。導入時における先行研究は株価を通じ企業価値を測るイベント・スタディ手法分析が主で、多くが企業価値にマイナス影響を示し経営者保身説を支持している。近年、日本では買収防衛策を廃止・非継続する企業が急増している。これは経営者が買収防衛策は真の企業価値に繋がらないと考えるからではないかと顧み、本稿では廃止・非継続は株価にプラス影響があるという仮説のもと分析を行った。結果、廃止・非継続は有意にプラスの影響があること、また重回帰分析では社長持株比率の高い企業ほど株価上昇があることがわかった。

#### (Abstract)

This study examines corporate value effect from management decision on termination of anti-takeover provision. In the past studies, with adoption of anti-takeover provisions, main research method is event study via stock value. With studies on Japanese enterprises, literature review shows results in negative effects on stock value and supports management entrenchment hypothesis. In recent years, Japan has rapid increase with the number of enterprises decide termination of anti-takeover provisions. With this study, I analyze with hypothesis that termination of anti-takeover provision results positive effects on stock value since decisions are given as managers doesn't see the wealth with adoption of anti-takeover provisions and therefore terminated. Analysis results termination of anti-takeover provisions have significantly positive effects on stock value and with multi-regression analysis, higher CEO stock ownership results higher stock value rise.

## 1 はじめに

日本では、かねてからメインバンク制により、企業の資金調達が銀行借入中心で銀行が企業のガバナンス監視役であったことや、関連企業間での株の持合による安定株主形成と経営権の安定が図られていたこと、また企業価値評価のための時価ベースでの財務諸表情報などの不足から企業の合併・買収が積極的ではなかった。いわば買収防衛が補われている状況であったため、敵対的買収のアプローチは難しい環境だった。その後メインバンク制度の弱体化や、競争力向上を目的とした系列関係の見直しや株式持ち合いの解消、また会計制度の改変や企業情報の透明化などにより企業合併・買収案件が増加したが、2006年をピークとし、金融危機を通じて減少を辿っている。

日本における敵対的買収と買収防衛策の意義は過去の敵対的買収失敗事例から考察することができる。王子製紙の北越製紙に対する敵対的買収提案は北越製紙が三菱商事に対し第三者割当増資を実施、また北越製紙株主が経営陣に連動し王子製紙の買付けに応じなかったことにより、敵対的買収提案が議決権比率不足で不成立となった。厳しい製紙業界での生き残りかけた王子製紙の完全子会社化への提案は、北越製紙の経営陣にとっては、経営権を失うだけの意味をしかもたず、企業価値を高める両社の経営提案のコンテストは行われなかった。すなわち買収防衛策である増資実施により既存株主のもつ株主価値は希薄化され、北越製紙は三菱商事の持分法適用会社にまでなっているにも関わらず株主はこれを受け入れた。買収防衛策はまさに経営者保身説に通じ、企業価値を減らし株主利益を減ずる結果となった。

新井（2007）によると「買収防衛策は1980年代前半に米国で発明され、概念として「防衛策」というよりは「交渉策」に近く敵対的買収提案に対して取締役会がこれを無条件に排除する機能を有するものではなく、経営や効率性に対して脅威となる不当な条件での買収提案に対して、その買収条件を適正化すべく交渉する力を取締役会に与える目的で設計された」と指摘している。企業価値研究会（2008）においても、「買収防衛策は株主の利益を守るためのものであることが前提であるとしており、買収防衛策の在り方を検討する際には、敵対的買収には、積極的効果があることに留意しなければならない。」としている。すなわち日本においては企業価値や株主利益を高める「交渉策」としての買収防衛策は位置付けられておらず、「防衛策」として敵対的買収を封じる役割を重視しての導入の背景であったことがわかる。

レコフデータ（2013）<sup>1</sup>によると、買収防衛策導入社数はM&A件数の増加に伴い増加しており2013年4月で514社と上場企業の約13%を占める。2006年6月時点での上場企業の買収防衛策導入数は140社であったことを顧みると7年間の間に3.6倍に膨らんでいることがわかる。しかし最近では、2008年に560社のピークを迎えた後、2013年4月段階では510社となっており減少傾向に変化している。表1からも確認できるように買収防衛策を中止する企業が2013年末で130社と、逆に急増していることがわかる。

買収防衛策の廃止・非継続の意思決定が株価に与える影響  
 —買収防衛策の意義と企業価値への考察—

表 1 買収防衛策廃止・非継続企業数

買収防衛策中止社数(各年)										
理由	年月(末時点の累計)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
自主的判断	有効期限到来による非継続	3	2	7	14	24	24	5	7	
	有効期限途中	0	0	0	3	1	0	5	0	
	支配に関する基本方針に移行	0	1	0	0	0	0	0	0	
	その他	0	0	1	0	1	0	0	1	
合併・親会社傘下		1	4	3	4	2	1	6	2	
非上場化		0	1	1	0	1	0	0	0	
裁判所差し止め		1	0	0	0	0	0	0	0	
株主総会否決		0	0	0	0	0	0	0	0	
その他(倒産など)		0	0	1	2	1	0	0	0	
中止社数		5	8	13	23	30	25	16	10	
累計中止社数		5	13	26	49	79	104	120	130	

注) レコフデータをもとに筆者作成

実際、海外株主比率の高い企業では買収防衛策を懸念する声もあり株主からの反対票が50%を超えたのをうけ買収防衛策終了期間を待たずしてこれを廃止し、株主重視姿勢を示す企業も見られるようになった。企業価値研究会(2005)では、「企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性、すなわち、会社が生み出す将来の収益の合計のことであるが、将来の値の予測値であり、将来の様々な要因によって容易に変化するため、正確に測定することは難しいが、市場が完全ならば、その資産や負債といったバランスシートを前提として現経営陣の戦略の下で会社が将来生み出す収益が企業価値として株価に反映される」と記している。そこで、本稿では、買収防衛策は企業価値を下げるという先行研究での前提に立ち、買収防衛策の廃止・非継続は株主利益説に沿って経営陣が企業価値最大化に取り組んでいるために企業価値を上げるのではないかという仮説を検証する。本稿の構成はまず、2で買収防衛策導入における先行研究のレビューと仮説の構築を行う。次に3で実証分析を行い、4でまとめと今後の課題を述べる。

## 2 先行研究と仮説の構築

### 2.1 先行研究レビュー (買収防衛策の導入での実証分析)

買収防衛策廃止・非継続について、筆者の調べるかぎり実証分析をした先行研究が存在しなかった。僅かながら、森田(2010)、もしくは商事法務(2011)のように廃止・非継続の事例紹介があるのみである。そのため、まず買収防衛策導入についての先行研究をレビューすることとする。また、買収防衛策の導入についての先行研究は米国・日本いずれにおいても、日次株価データを用いて Cumulative Abnormal Return (CAR:累積

異常収益率)を計測したイベント・スタディを用いたものが主流であり、買収防衛策導入については、その多くが経営者保身説により株価にマイナスの影響があると仮説に基づいて実証分析されている。

表2は、上述したこれまでの買収防衛策導入に関する先行研究の結果をまとめている。日本における買収防衛策導入に関する分析は、2005年から本格的に買収防衛策が導入されたため調査している期間・サンプルは限られており、特に導入社数が急増した2006年から2008年のデータを対象とする研究が多いことが特徴的である。

表2 買収防衛策導入についての先行研究

先行研究	サンプルデータ期間	結果
Malatesta & Walking (1988)	～1980 (米国)	CARは有意にマイナス
Ryngaert (1988)	～1986 (米国)	買収進行中や役員持株割合低い場合にCARは有意にマイナス
Comment & Schwert (1995)	1983～1991 (米国)	M&Aアナウンスと同時の場合、CARは有意にプラス
Heron & Lie (2006)	～1998 (米国)	株価に対して有意な結果得られず
千島 (2006)	2005 (日本)	2005年導入企業に対して有意にマイナス
広瀬 (2008)	2005～2006 (日本)	2005年導入企業は有意にマイナス、2006年導入企業は有意ではない
Arikawa Mitsusada (2011)	2005～2006 (日本)	CARは有意にマイナス
大越 (2012)	2008 (日本)	CARはマイナスだが有意ではない
Yeh (2013)	2005～2007 (日本)	CARは有意にマイナス

日本では、千島 (2006) において2005年度において買収防衛策を導入した企業に対しイベント・スタディを実施し、有意なマイナス影響があることを確認している。また、広瀬 (2008) では2005年と2006年において導入した企業を対象に同じくイベント・スタディを実施し、2005年においてのみ有意なマイナスの結果が得られたとしている。イベント・スタディにおける対象データのサンプル期間を長くした研究では、2005年から2007年までの買収防衛策導入企業を分析したYeh (2013) の研究において、買収防衛策導入イベントに対し、有意にマイナスの結果が得られている。一方、大越 (2012) では、2008年について、買収防衛策導入企業対象にイベント・スタディを実施している。その結果、累積異常収益率はマイナスが測定されたものの有意性はない結果だった。Arikawa and Mitsusada (2011) についても2008年導入企業に対して累積異常収益率はマイナスではあるが有意ではないと、有意性がみられない結果を示している。2つの分析の対象期間がどちらも2008年であることから時期的な影響を受けている可能性も示唆される。したがって、一部の先行研究では株価に及ぼす影響が確認できないという結論もあったが、分析対象期間が比較的長い先行研究では、全般的に買収防衛策導入が株式市場においてマイナスの影響があり株主保身説に沿った動きであるとしている研究が多い。Arikawa and Mitsusada (2011) においても、日本における上場企業において買収防衛策の導入は株式市場では経営者保身と見なされ、発表後の株価へマイナスの影響を示しており、市場はポイズンピルの導入は経営者が自身の保身を考慮して行っているシグナルと見なしていること、またCEO職の在任が長いほど、該当企業のパフォーマンスが悪い際

にポイズンピルを導入する傾向があることが確認されている。

海外での先行研究を確認すると、米国では80年から90年代を中心に株価効果を検証しているものが多い。例えばMalatesta and Walkling (1988)の分析によれば買収防衛策導入は一般的に株価にマイナスの影響を与えていることが確認され、またRyngaert (1988)では1986年までの買収防衛策導入企業では、買収進行中や役員持株割合が低い場合にマイナスの影響が大きいことが示されている。またComment and Schwert (1995)では対象期間を1991年までに延長し、累積異常収益率を観測したところM&Aアナウンスメントと同時に発表された場合において有意にプラスの影響が確認されている。これは買収防衛策がもともとの意義にある「交渉策」として利用され株主利益説にそって株主利益が図られるためであると考えられる。その後1998年までの期間について分析を行ったHeron and Lie (2006)では、これまでの米国における実証結果とは異なり買収防衛策導入は株価に対して有意な影響はないとしている。

すなわち「交渉策」として導入された米国においても、買収防衛策をただ設定しているだけでは、経営者保身説にあるように全体株主にとっての企業価値を考慮したものと考えにくく経営者の保身動機から行われた施策ととられ、これがM&Aのイベントにおいて実施されることで「交渉策」として株主利益説にそった経営者の施策として市場が評価していることがわかる。

その買収防衛策導入の動機については、滝澤・細野・鶴(2010)において、「企業経営パフォーマンスが悪いことで敵対的買収の可能性が高まっている場合に経営権を失いたくない経営者が、企業価値最大化の努力をせず安易に買収防衛策を導入する動機となり、経営者保身説に伴う。」と指摘している。この先行研究を踏まえると、買収防衛策廃止・非継続のケースを逆説的に考えると、廃止・非継続する企業の経営パフォーマンスは高い可能性があり、その将来への期待値から企業価値が高まるシグナリング説も考えられる。また多くのイベント・スタディの結果を踏まえても、経営者の自己保身により導入されやすい防衛策が逆に廃止・非継続されていることは、経営者が企業価値を高めようとしている活動であるとして、将来への期待値から企業価値が高まるとも想定される。株主利益説に沿った経営者の活動は、結果として株主価値、すなわち株価への好影響効果があると考えられる。

## 2.2 仮説の構築

米国では、Comment and Schwert (1995)によると全上場企業の87%が何らかの買収防衛策を事前設定しているとあり、米国での導入比率の高さが伺える。留意したい点は米国ではこれを「交渉策」として導入していることであり、新井(2007)やComment and Schwert (1995)によれば米国での企業の買収防衛策は、実際、TOB実施の際に「防衛策」として使われるのではなく「交渉策」として、買収者への交渉に使われていて、買収ターゲット企業株主にとっての価値の最大化を図るものとされ、TOBなどトランザクショ

ンは、防がれるのではなく、行使されているものが殆どだとしている。そのためM&A イベントの際の累積異常収益率においては有意なプラスの結果を示していると考えられる。ただし、買収防衛策導入初期である80年代から90年代初期の米国の先行研究におけるイベント・スタディの結果が、マイナスを示し経営者保身説を裏付けているものが多い点にも着目したい。米国でも導入初期には、マイナスの結果が得られている。日本においても敵対的買収の実質的な幕開けの2005年以降、2006年を中心に買収防衛策導入が多かった時点からまだ10年も経っておらずまだ初期段階にあると考えられる。

しかしながら、この買収防衛策導入について、近年、多くの日本企業がその意義を再検討した後に廃止・非継続を決定し、場合によっては株主行動や株主決議により廃止・非継続とした企業が増加傾向にあることをみると、日本での「防衛策」としての意義の上で導入を改めて見直し、買収防衛策導入そのものが企業価値を高めることに繋がらないと考える経営者や株主が増えてきたからではないだろうか。そして自社の経営改善や企業価値向上への提案を常に提示し経営を進め、敵対的買収などの有事の際には、買収提案者と同時にそれら提案策を提示し、フェアプレイに臨もうとする日本企業が増えてきたという現れであるとも捉えることができる。そうであるならばその動きを市場は評価し、対象企業は、株価を通じて企業価値を上げているのではないだろうか。すなわち株価はプラスの累積異常収益率をもつのではないか。

表3は日本における買収防衛策についてイベント・スタディ手法を用いた先行研究の結果であり、買収防衛策導入での研究においてはマイナスの結果が多くあることから、逆説的に、廃止・非継続ではプラスではないかとする仮説を示したものである。

表3 日本における買収防衛策についての先行研究と仮説

	新規導入		導入廃止・非継続
イベントスタディ による先行研究	Airkawa Mitsusada (2011) 千島(2006) Yeh(2013)	大越(2011) 広瀬他(2007)	先行研究なし
結果	マイナスで有意	マイナスであるが 有意でない	プラス?

なお、先述の敵対的買収の失敗事例からまだ10年も経たない日本においては、買収防衛策の廃止・非継続は、近年増加してきた事象でありその対象企業数が少ないため、先行研究ではまだ網羅されていない。

よって本稿では日本企業が真の企業価値に向けた買収防衛策への意識を高め、導入済の買収防衛策を非継続・廃止することが該当企業の企業価値を高めるとしてこれを分析する。すなわち仮説は、

「買収防衛策を廃止・非継続した企業は株主価値が増大している」、とする。

### 3 実証分析

#### 3.1 分析方法

買収防衛策導入のアナウンスメントに対する企業価値に及ぼす影響についての分析手法は、株価への影響をイベント前後の日次株価から累積異常収益率から測定して分析するイベント・スタディが多く使われている手法であり、買収防衛策導入という企業イベントの中では小さなイベントに対する動きを見逃さないよう短期間でその動きをみている先行研究が多い。また他には、財務情報から長期間のパフォーマンス測定をするアカウンティング・スタディによる方法も挙げられる。しかしながら、財務情報から分析するアプローチは、長期的な視点で分析できる手法ではあるものの、会計期の差異や会計基準の違い、イベント後の数会計期分のデータが直近のイベントでは入手できないという実証分析に対する困難さが存在する。買収防衛策廃止・非継続というイベントは、その導入と同様企業のパフォーマンスを決める決定的な要因ではなく、それ以外の要因をコントロールすることが難しいという点に企業イベントとしては小規模であるため、その影響が長期的に持続するとは考えにくい。したがって、イベント発生時に将来期待キャッシュフローの現在価値として現れる株価をイベント発生前後の短期間で測定する方がより買収防衛策廃止・非継続の影響を測れるのではないかと考えられる。

買収防衛策の廃止・非継続についての分析は、比較的新しいテーマであるため、法務商事などによる個別事例に基づく分析のみが存在し、イベント・スタディを用いた研究は管見の限り存在しない。また、買収防衛策導入における株価への影響を分析したイベント・スタディによる先行研究との比較可能性を考慮し、本稿では、廃止・非継続のアナウンスが株価に及ぼす影響についてイベント・スタディを用いて分析することとする。

買収防衛策廃止・非継続の決定を行った本稿における対象は、株主総会にて一度決定した期間終了に伴い、非継続を決定した企業に加えて、期間終了に至らずも株主価値などが目的で廃止した企業とする。また、イベント日は、買収防衛策廃止・非継続の情報が開示される日として、その前後の累積異常収益率である CAR を分析する。

買収防衛策廃止・非継続の企業の計測期間は買収防衛策本格導入の翌年である 2006 年 1 月から 2013 年 9 月までとするが、分析対象企業は、表 1 のレコフデータの集計結果によると 2013 年 9 月まででその総数は 130 社となっている。ただしその対象企業名については不明であったため、STpedia<sup>2</sup>、日経テレコン、ブルームバーグ、Astra Manager、ウェブ検索、企業 IR ニュースリリースのソースをもとに 118 社については特定をした<sup>3</sup>。

表4 買収防衛策廃止・非継続企業数

全体(レコフデータから総数)	130
データ取得可能サンプル	116
採用企業数	60
上場廃止、合併、増収、減収による除去	56
上場廃止・合併・TOB成立	(13)
業績予想・実績修正	(43)

注) レコフデータをもとに筆者作成

買収防衛策の廃止・非継続のイベント日については、新井(2007)によれば1980年代での米国における買収防衛策導入についてのイベント・スタディでは新聞の初出記事、Proxy Mailing Date, Proxy Statement Dayなどが多いようだが、買収防衛策の廃止・非継続については現在では、企業が個別にニュースリリースを出していることから本稿では、各社のニュースリリース発信日(ニュースリリースに記載の日)とした。本稿の分析対象のうち買収防衛策廃止公開日、また10日前後に増配、減収、合併など、他のイベントが発生している場合、該当データを除外した。結果、表5に示すように採用サンプルは60社となった。

正常リターン計測のための市場モデルの推定ウインドについては、大越(2012)<sup>4</sup>に倣い、リリース日の282営業日前から32営業日前までの250営業日における対象企業の日次収益率とTOPIXの日次収益率から、式(1)の対象企業の $\alpha$ 、 $\beta$ を算出した。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (1)$$

$R_{it}$ : 企業*i*の*t*日の収益率     $R_{mt}$ : TOPIXの*t*日の収益率

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} \quad (2)$$

その上で想定イベントウインドにおける正常収益率を求め、各企業のイベントウインドにおける実際の収益率から、正常収益率を引いた値を異常収益率ARとして算出し、イベントウインドにおける累積異常収益率であるCARを求め、各企業のARの平均AARとCARの平均ACARを算出している。ここでAAR、ACARが有意にプラスであれば、企業価値増大と考える。

### 3.2 重回帰分析による分析

株主構成が買収防衛策の導入に強く関与するとして、福田(2009)において、外国人、事業会社、役員持株比率が大きい企業は、買収防衛策の導入が抑制される一方で、金融機関の持株割合が大きい場合は導入が促進されると指摘されている。本稿では、福田(2009)を考慮して、ACARに影響を与える要因として、CEOIR(社長持株比率)、FRGN(外国人持株

比率)、RTO\_TPBK (メインバンク保有比率) を説明変数として重回帰分析を行うこととする。分析モデルは式(3)である。

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 CEOIR + \beta_2 FRGN_i + \beta_3 RTO\_TPBK_i \quad (3)$$

社長持株比率、外国人持株比率、メインバンク株式保有比率は、いずれも Needs CGES のデータベースから取得した。取得時点はいずれも、買収防衛策廃止・非継続のニュースリリース公開日直前の決算日時点のものである。ただし、ACAR を計測した企業のうち、Needs CGES のデータが利用できなかった 5 社については除外し、重回帰分析で用いたサンプル数は最終的に 55 社となった。

### 3.3 分析結果

まず、対象企業の AAR の推移と ACAR の推移を確認する。図 2 は発表日から 30 日までの AAR と ACAR の推移を示したものである。ACAR についての継続的に上昇している様子が観測された。また ACAR は当日 1% で有意なプラス、また、買収防衛策廃止・非継続の発表日後 +30 日まで有意水準 5% 以内の範囲で、プラスで有意な結果が続いている。

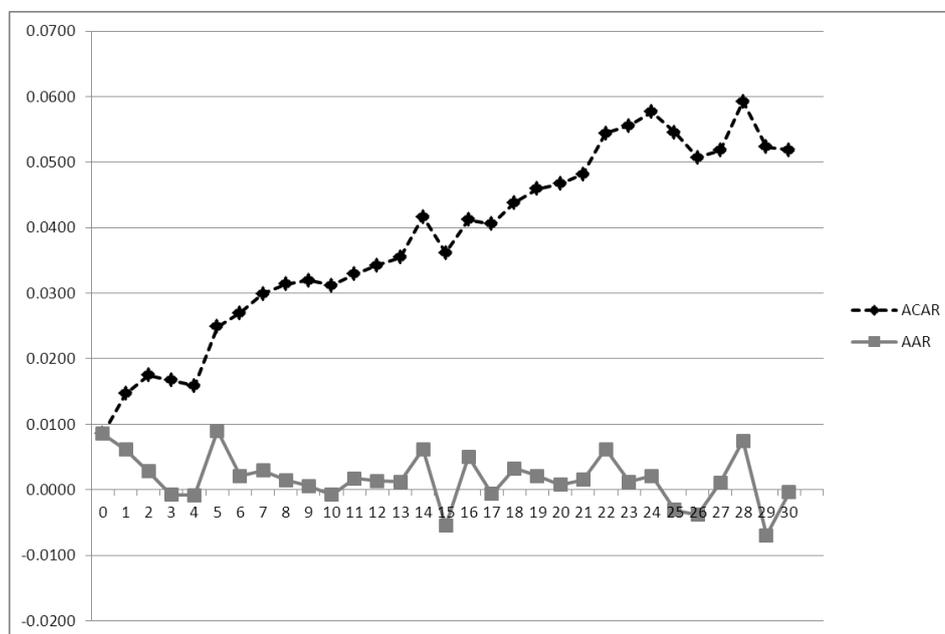


図 2 ACAR, AAR (0, +30) までの推移

AAR の動きについては、表 5 にあるように、発表日当日について 1% で有意なプラスの結果となっている、また、発表日 +5 日についても有意なプラスの結果となった。また、

それ以外の日付では、AAR について有意な結果は得られなかった。したがって、発表日当日について、買収防衛策廃止・非継続のアナウンスメントはプラスの影響が確認できるが、その先の期間についての AAR では影響がなく、ACAR でみると当日の影響が戻ることなく、その後の日付についても継続しているということが確認できる。したがって、買収防衛策を廃止・非継続した企業は株主価値が増大しているとする仮説は支持されるものと考えられる。

ただし、発表後数日しか AAR に有意な効果が確認できないことについては、石井 (2010) における M&A の取引発表日における株価効果においても同様であり、これら企業経営における 1 トランザクションのイベント自体の株価効果が元々短期間のみ反映され、即時に株価に織り込まれる傾向を反映していることによるかもしれない。

表 5 (0, +30) 区間における AAR の推移

日	AAR	t値
0	0.0085	3.22 ***
1	0.0061	1.07
2	0.0028	1.02
3	-0.0008	-0.35
4	-0.0008	-0.34
5	0.0090	2.44 **
6	0.0021	0.53
7	0.0029	1.21
8	0.0015	0.67
9	0.0006	0.17
10	-0.0008	-0.25
11	0.0017	0.62
12	0.0013	0.63
13	0.0012	0.54
14	0.0062	2.08 **
15	-0.0055	-2.03 **
16	0.0051	1.85 *
17	-0.0007	-0.18
18	0.0033	1.31
19	0.0021	0.72
20	0.0008	0.27
21	0.0015	0.39
22	0.0062	1.94 *
23	0.0012	0.34
24	0.0021	0.72
25	-0.0031	-1.50
26	-0.0038	-1.77 *
27	0.0011	0.41
28	0.0074	1.20
29	-0.0070	-2.16 **
30	-0.0004	-0.18

(両側 t 検定)

(注) 0 日がイベント発表日 \*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

表 6、および、図 3 から図 5 はイベントウインドを変更して、分析結果の頑健性を確認したものであるが、いずれにおいても、買収防衛策廃止・非継続のアナウンスメントはプラスの影響が確認できる。

買収防衛策の廃止・非継続の意思決定が株価に与える影響  
 —買収防衛策の意義と企業価値への考察—

表6 一定期間のACAR測定値

買収防衛策廃止・非継続発表日 一定期間のACAR (n=60)	
分析期間	ACAR
(-1,0)	0.010 ***
(-1,+5)	0.025 **
(-1,+10)	0.031 **
(-1,+30)	0.052 ***
(-)5 ~ 0	0.010 *
(-)5 ~ (+)5	0.026 **
(-)5 ~ (+)10	0.033 **
(-)5 ~ (+)30	0.053 **

(注) 0日がイベント発表日 \*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

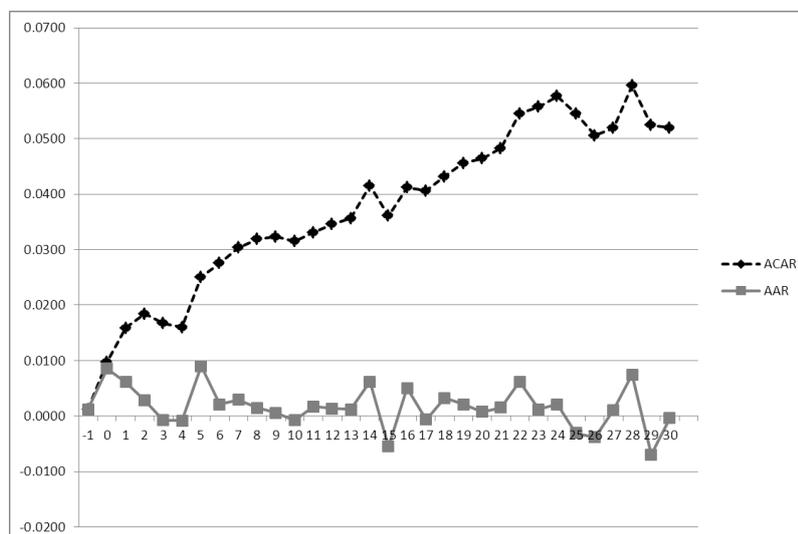


図3 ACAR, AAR (-1, +30) までの推移

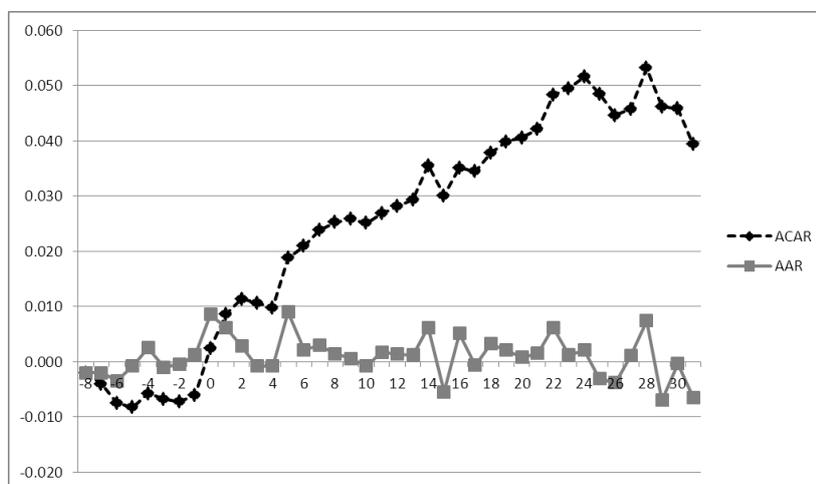


図4 ACAR, AAR (-8, +30) までの推移

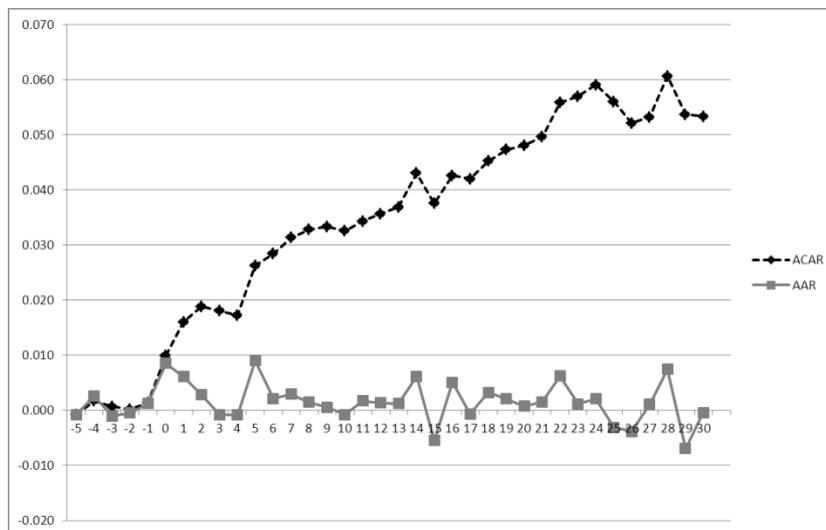


図5 ACAR, AAR (-5, +30) までの推移

次に重回帰分析の結果をみていくこととする。まず、分析対象企業について日経業種中分類別にみると図6のようになり、製造業、運輸業、開発サービス業が多くみられる。

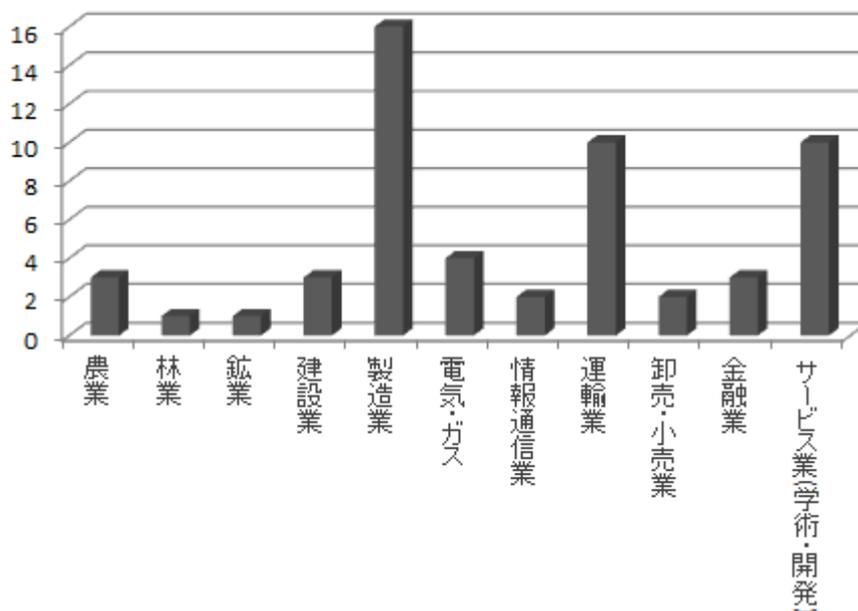


図6 対象サンプル企業の業種属性

また、説明変数間の相関は以下の表7のとおりであり、多重共線性はないものと考えられる。

買収防衛策の廃止・非継続の意思決定が株価に与える影響  
—買収防衛策の意義と企業価値への考察—

表 7 相関係数行列

	ACAR(0,5)	CEOIR	FRGN	RTO_TPBK
ACAR(0,5)	1.000			
CEOIR	0.418	1.000		
FRGN	-0.080	-0.067	1.000	
RTO_TPBK	-0.092	-0.262	-0.358	1.000

注) ACAR は平均累積異常収益率、CEOIR は社長持株比率、FRGN は外国人持株比率、RTO\_TPBK はメインバンク保有比率を表す。

重回帰分析で被説明変数として使用する ACAR(0, +5) と説明変数についての基本統計量は表 8 のとおりである。

表 8 基本統計量

	ACAR(0,5)	CEOIR	FRGN	RTO_TPBK
平均	0.026	2.752	14.450	2.036
標準偏差	0.084	4.721	15.370	1.847
中央値	0.011	0.537	9.050	1.860
最小	-0.122	0.000	0.000	0.000
最大	0.455	26.548	55.470	5.170

実施した重回帰分析の結果は表 9 のとおりである。分析の結果、社長持株比率 (CEOIR) が高い企業が買収防衛策を廃止・非継続することが、市場から好感され有意にプラスの結果となっている。買収防衛策における企業のアクションは市場から経営者保身説に沿った視点からモニタリングされており、本来であれば経営者保身に走りがちと考えられる社長持株比率 (CEOIR) の高い企業において、経営判断の結果、買収防衛策の廃止・非継続が決定されることが、社長持株比率が低い対象企業全体と比較してより高い累積異常収益率に結びつくという結果が確認できた。

表 9 重回帰分析結果

変数名	係数	t値
CEOIR	0.0073	3.0992 ***
FRGN	-0.0003	-0.3831
RTO_TPBK	-0.0001	-0.0169
切片	0.0101	0.4029
自由度修正済決定係数	0.1294	
観測数	55	

注) CEOIR は社長持株比率、FRGN は外国人持株比率、RTO\_TPBK はメインバンク保有比率を表す。

\*\*\* は1%有意を示している。

また外国人持株比率については、福田（2009）において、外国人持株比率が高い企業は、買収防衛策の導入が抑制されると指摘されている点を参照し、外国人持株比率が高い企業は買収防衛策廃止の圧力を日常的に掛けられていると考え、その結果、累積異常収益率への影響はマイナスであると想定した。結果は有意ではないが回帰モデルの係数はマイナスとなり整合した。また、メインバンク制弱体化以降の分析であるため、メインバンクは以前のように企業のガバナンスを主体的にコントロールするのではなく、より企業価値をあげる活動を支持するため、メインバンク保有比率が高いことが株価影響に著しいプラスに寄与しないと考え、メインバンクの係数はマイナスを想定した。表9にあるように結果は符号が整合しマイナスの結果ではあったが有意ではなかった。また切片についても有意でなかったことから重回帰の結果として経営者保身説に沿っている符号ではあるが必ずしもそうであるとも限らないこともわかった。この結果は、CGES データがない5社を省いた55社でのサンプル数が少ない点も起因していると考えられる。

### 3.4 結果の考察

本稿でのイベント・スタディの結果は、買収防衛策廃止・非継続の決定を市場は評価し、累積異常収益率は有意でプラスの結果となることがわかった。買収防衛策の廃止・非継続は株主利益説に繋がり株主価値を向上することにより、株価上昇の反応があると考えられる。また、市場は買収防衛策そのものについては経営者保身説にそった考えをもち、買収防衛策の導入は経営者保身であり、その逆である廃止・非継続が経営者保身ではない企業の施策として受け入れられている可能性も示唆される。

これは、Yeh（2013）での買収防衛策の導入についての株価から測定したACARと、経営者持株比率の重回帰分析において、経営者持株比率が中間から高い企業については負の関係があるという結果に整合している。Yeh（2013）の分析では、さらに、経営者持株比率がゼロから中間に近い企業ではACARと経営者持株比率に正の相関があることを示している。つまり、導入の場合、社長持株比率が低い企業は買収防衛策導入せず買収の機会からよりよい好条件を得ようとしていることを市場が評価しているのに対し、社長持株比率が高い企業については買収防衛策を導入することで敵対的買収を阻止しようとしていることを市場がマイナス評価しているとみられる。それは、本稿での分析において、社長持株比率が高い企業が、あえて買収防衛策を廃止・非継続する際には、CARの動きがプラスに有意な結果となったことと合致する。市場は、買収防衛策について経営者保身説に沿った評価を与える。対象企業が買収防衛策の廃止・非継続をすることが、経営者利益の追求、経営者保身とは逆の、株主利益を踏まえた健全な方向に向かっていると、市場はこれを評価し、ACARも高くなるという点で一致する。また、外国人持株比率が高い場合CARは低いYeh（2013）の結果にも、マイナスの符号として整合する。企業データからみえた追加的な視点としては、買収防衛策廃止・非継続のイベント・スタ

ディでの分析対象企業 60 社中 11 社が期間終了時期の非継続ではなく、「廃止」によるもの、また 2 社のみが株主行動主義によるところでの廃止決定であった点がある。仮に、現在の市場の反応とは別に経営者が、買収防衛策を株主価値として捉え導入しているならば、廃止を含めたその運用について株主側の決定権や株主行動主義が発生し得るところであるが、株主利益を考え買収防衛策導入をして廃止・非継続となった企業においても、一概に株主行動主義によるものとは限らないことが確認できた。そして実際には、取締役会主導での決定が多い状況や特に金商法改定以降に廃止・非継続の件数が多い点を振り返ると、株主利益や企業価値向上の目的と並行して、経営者にとってもできれば廃止・非継続したいとする要因、例えば企業負担コストが大きい、もしくは新たな投資費用を捻出したいとするようなビジネス環境の可能もあり更なる分析も必要とされるところである。

#### 4 おわりに

本稿では既存の先行研究では分析が行われていなかった買収防衛策廃止・非継続についての企業の株価影響について、「買収防衛策廃止・非継続の企業は株主価値が増大する」という仮説を立て検証をおこなった。結果、株価は発表日当日において 1%の有意にプラスの反応が観測され仮説を支持した。イベント発生後 30 日間の ACAR においても 5%以内の有意にプラスの反応が全 30 日間を通じて観測され、継続的な上昇が維持される結果となった。これは、買収防衛策の導入における先行研究にて経営者保身説に沿って市場が評価し、ACAR が有意にマイナスであったことと逆説的立場から整合する。導入においてネガティブに捉えられていた買収防衛策は、廃止することが株主利益説に沿った経営判断としてポジティブに受け止められている。また、重回帰分析の結果、社長持株比率は株価の ACAR の上昇にプラスの反応を出していることがわかった。すなわち本来経営者保身が強いとされる社長持株比率の高い企業において、買収防衛策があえて廃止されることが、株価によりプラスの影響を与えることがわかった。廃止・非継続の近年の多くの決定は企業価値を高め、株主利益に繋がることとして市場は評価している。

今後の課題としては、当初の想定と異なり株主行動主義による廃止・非継続決定企業が 2 社のみであった点や、大半の企業が経営者により廃止・非継続の決定をしている点を踏まえ、経営者が買収防衛策の廃止・非継続に至る理由が株主利益以外に存在する可能性について財務的データを用いて分析する必要があるが、これは本稿では網羅できずさらなる研究課題とするところである。また分析対象企業の導入時点での株価の影響についてはマイナスと想定しているが、同様に検証が必要とされる所である。本稿において 30 日間を通じて ACAR が上昇している点を踏まえると、中長期に期間を延ばし、竹村他 (2010) のように、3 年間を通じた株価に対する「長期」での分析もまた検討の余地があるところである。最後に日本におけるガバナンスが米国と差異がある特徴として過

去に存在したメインバンク制を省みると日本企業がガバナンスには別のメカニズムが必要と葉（2011）が指摘するように、メインバンク制後のガバナンス要因の何が買収防衛策廃止・非継続に影響しているかについても発展的に研究できる分野であると考えられる。

---

1 レコフ M&A MARR データ <https://www.recofdata.co.jp/recofdb.do> レコフ社

2 STpedia <http://www.stpedia-ma.com/>

3 様々なデータソースを元に検索を行い、最終的には該当企業ニュースリリースにて特定した。

4 大越（2012）では推定期間をアナウンス日の120営業日前から60日営業費前までの61日としているが、本稿では株価が1会計年度を通して収斂していくとして250営業日を設定した。

（参考文献）

浅井義裕（2007）「買収防衛策は株主価値にどのように影響するのか？」『城西現代政策研究』1(1), 47-61.

新井富雄（2007）『日本の敵対的買収』 日本経済新聞出版社

井上光太郎・加藤英明（2006）『M&Aと株価』 東洋経済新報社

岩井克人（2008）『会社はこれからどうなるのか』 平凡社ライブラリー

岩井克人 佐藤孝弘（2008）『M&A 国富論』 プレジデント社

石井宏宗（2010）『M&Aと株主価値』 森山書店

大越教雄（2012）「買収防衛策導入企業のガバナンスと株式市場の評価」日本管理会計学 20(1), 23-35.

企業価値研究会（2005）『企業価値報告書 ～公正な企業社会のルール形成にむけた提案～』  
[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/pdf/3-houkokusho-honntai-set.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/3-houkokusho-honntai-set.pdf)

企業価値研究会（2008）『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』

[http://www.rieti.go.jp/jp/events/bbl/08072301\\_2.pdf](http://www.rieti.go.jp/jp/events/bbl/08072301_2.pdf)

北地達明 北爪雅彦 松下欣親（2005）『M&A実務のすべて』 日本実業出版社

商事法務（2011）「敵対的買収防衛策の廃止(非継続)の事例」『資料版商事法務』 331, 6-17.

竹村泰 白須洋子 川北英隆（2010）「買収防衛策導入の株価への影響について」『FSA リサーチ・レビュー』 6, 158-173.

滝澤美帆 細野薫 鶴光太郎（2010）「どのような企業が買収防衛策を導入するのか」『金融経済研究』, 30, 1-20.

千島昭宏（2006）「株式市場における買収防衛策の影響」『横浜国立大学国際社会科学研

- 究』, 11(2), 229-242.
- 津田倫男 (2006) 『敵対的買収を生き抜く』 文藝春秋
- 東京証券取引所 (2013) 『東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2013』  
<http://www.tse.or.jp/rules/cg/white-paper/b7gje60000005ob1-att/white-paper13.pdf>
- 日本経済新聞社編 (2008) 『日本電産永守イズムの挑戦』 日本経済新聞出版社
- 西村高等法務研究所 (2008) 『敵対的買収の最前線 ～アクティビスト・ファンド対応を中心として～』 法務商事
- 福田順 (2009) 「日本企業のコーポレート・ガバナンスと買収防衛策 - 金融機関の性格変化を踏まえた実証研究」『経済論叢』, 183(4), 73-88.
- 広瀬純夫 (2008) 「日本における敵対的買収防衛策導入の特徴--防衛策導入の初期の状況」『日本労働研究雑誌』, 50(1), 4-13.
- 森田恒平 (2010) 「企業法務 買収防衛策の廃止・非継続に関する考察」『会計・監査ジャーナル』, 22(9), 116-119.
- 葉聰明 (2011) 『日本企業の合併買収と企業統治』 白桃書房
- Arikawa, Y., & Mitsusada, Y. (2011) “The Adoption of Poison Pills and Managerial Entrenchment: Evidence from Japan” *Japan and the World Economy*, 23(1), 63-77.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., and Terry, R. L. (1994) “Outside Directors and the Adoption of Poison Pills” *Journal of Financial Economics*, 35(3), 371-390.
- Bruner, R. F. (2002) “Does M&A pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker” *Journal of Applied Finance*, 12(1), 48-68.
- Comment, R., and Schwert, G. W. (1995) “Poison or placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures” *Journal of Financial Economics*, 39(1), 3-43.
- DeAngelo, H., and Rice, E. M. (1983) “Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth” *Journal of Financial Economics*, 11(1), 329-359.
- Heron, R. A., and Lie, E. (2006) “On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets” *The Journal of Business*, 79(4), 1783-1807.
- Kang, J. K., Shivdasani, A., and Yamada, T. (2000) “The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: An Investigation of Japanese Takeover Bids” *The Journal of Finance*, 55(5), 2197-2218.
- Malatesta, P. H., and Walkling, R. A. (1988) “Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure” *Journal of Financial Economics*, 20, 347-376.
- Pettway, R. H., and Yamada, T. (1986) “Mergers in Japan and Their Impacts upon Stockholders' Wealth” *Financial Management*, 15(4) 43-52.
- Ryngaert, M. (1988) “The Effect of Poison pill Securities on Shareholder Wealth” *Journal*

of Financial Economics, 20, 377-417.

Stein, J. C. (1988) "Takeover Threats and Managerial Myopia" *The Journal of Political Economy*, 96(1) 61-80.

Yeh, T. M. (2013) "The Effects of Anti-Takeover Measures on Japanese Corporations" *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-24.

## 投稿論文執筆要綱附則

- (1) 文字フォントはMS 明朝体を使い，論文タイトルは16pt，見出しは，章については12pt，節は11pt，本文は10.5ptを用いてください。ただし，タイトルは邦文の論文の場合，邦文タイトルに続いて，英文タイトルも記述してください。
- (2) 邦文の論文の場合，日本語の執筆者名，および，ローマ字での執筆者名を12ptで記述して下さい。
- (3) タイトル，執筆者名に続いて400字以内の邦文要旨、および250語以内の英文の要旨をつけて下さい。
- (4) 文章の句読点は「，」と「．」を使ってください。また，特殊文字（メール等で文字化けの可能性のある文字），たとえば①②等はいないようして下さい。
- (5) 漢字，ひらがな，カタカナ以外（アルファベット，数字，/等）は，半角で入力して下さい。
- (6) 数式の変数は可能な限りイタリックで表示してください。ただし，exp, log, lim等と数字，大文字のギリシャ文字は立体を用いて下さい。また， $\therefore$   $\forall$   $\exists$ などの略号はできるかぎり使わずに言葉で表現してください。数式番号は(1)，(2)・・・のようにカッコ付きの通し番号とし，数式の右側に配置して下さい。
- (7) 本文を章や節に分ける場合は，以下の例のような表記方法に従って下さい。(1)，(2)・・・①，②・・・などはいないようお願いします。

例： 1 はじめに  
2 これまでの研究  
2.1 理論  
2.2 実証  
2.2.1 日本  
2.2.2 米国  
・・・

- (8) 注は論文の最後にまとめ，本文の挿入該当箇所に下記のように肩付の通し番号を付けて下さい。  
詳しくは注を参照<sup>3</sup>。
- (9) 引用文献は下の例に倣って作成し，本文や注の後にまとめて下さい。また記載の方法については以下の規則に従ってください。
  - (a) 日本語文献，外国語文献の順。
  - (b) 日本語文献は，姓の「あいうえお」順。
  - (c) 外国語文献は，Family Name の「アルファベット」順。

- (d) 同一著者の場合は「発表年」順，同一年に発表された論文が複数ある場合は，発表年の後に a, b, c・・・を付けて区別してください．たとえば (1985a), (1985b) など．

#### 引用文献の書き方の例

小林孝雄 (1991), 「株式の理論価格：現代ポートフォリオの視点」『証券アナリストジャーナル』 29(5), 1-11.

福田祐一, 齊藤誠 (1997), 「フォワード・ディスカウント・パズル：展望」『現代ファイナンス』 1, 5-18.

米澤康博, 丸淳子 (1984), 『日本の株式市場』東洋経済新報社.

Modigliani, F., and E. Perotti (2000), "Security Markets versus Bank Finance: Legal Enforcement and Investors' Protection," *International Review of Finance* 1(2), 81-96

Shleifer, A. (2000), *Inefficient Markets*, Oxford University Press

#### 補足説明

- ・ 第 29 巻第 5 号は'29(5)'と表現し，巻がなく通号だけの雑誌の場合，たとえば第 1 号は'1'とだけ表現してください（書き方の例の小林論文と福田/齊藤論文がそれぞれに対応）．英文についてもこれに準じてください．
- ・ 巻号あるいは通号の表記がない雑誌で，季節(夏, Fall 等), 月(1 月, June 等), 日付等が記載されている場合には，それを雑誌名の後に記してください．ただし，巻号，あるいは通号のある雑誌については不要です．雑誌以外の引用文献（たとえば新聞等）もこれに準じてください．
- ・ 巻号，通号，季節/日付等の記載のない引用文献については，必要と思われる情報を適宜引用文献名の後に記して下さい．
- ・ ディスカッション・ペーパー等を引用する場合もこれに準じて必要な情報を記して下さい．
- ・ 雑誌などを引用する場合には，書き方の例に倣ってページ数を最後に記して下さい．'ページ', 'p.', 'pp.'等の表記は不要です．
- ・ 単行本については上記の例のように出版社を明示してください．

- (e) 本文中や注で引用する場合は，著者名(発表年)として下さい．例えば，小林 (1991) , Shleifer (2000) など．また共同論文を引用する場合は著者名の間に日本語文献では『・』外国語文献では著者名の間を『and』を入れてください．たとえば，米澤・丸(1984), Modigliani and Perotti(2000)など．執筆者が三名以内のときはすべての著者名を列挙し，三名を超える場合には適宜 'et al.' あるいは「・・・他」を用いて下さい．

- (10) 図表は見やすく整理し，必要最低限に絞るようお願いします．

- (a) 図表は図と表に分けて通し番号を付け，次の例のようにそれぞれ表題を記して下さい．表の縦罫線ははずして下さい．また本文中に挿入して下さい．

例：

表 1 投稿論文の採用状況

年 度	投稿論文数	採録論文数	採択率
1993	15	9	60%
1994	20	11	55%
1995	25	12	48%

(注)年度区分は当初の投稿時点による。

- (b) プリンターから打ち出された膨大な量のアプトプットをそのまま添付することは避けてください。
  - (c) 図は原則として本文中に挿入されたものを使用しますので、そのつもりで作成をお願いいたします。
  - (d) カラー印刷の図表は避けてください。図表は白黒印刷でも識別しやすいように作成してください。
- (11) 誤りを少なくするため、数式についてはできる限り簡潔な表現をお願いします。
- (a) 通常あまり使われない表現や複雑な表現は避けてください。例えば、 $f(x)$  が複雑なときは  $e^{f(x)}$  の代わりに  $\exp\{f(x)\}$  を用いたり、添え字の添え字などは避けるようお願いいたします。
  - (b) 数式の導出過程や計算プロセスなど長々と記述することのないようお願いいたします。ただし、審査の効率化のため、必要に応じて、省略された導出、計算過程を別紙に記入して添付してください。掲載の際には読者の求めに応じて導出、計算過程を提供する用意がある旨を付記し、要求のあった読者には送付するなどの措置をとっていただければ、なお結構です。
- (12) なお、論文の分量は特に規定を設けておりません。論文の論旨展開上不可欠であれば無理に短くする必要はありません。ただし、編集委員会が冗長だと判断すれば、カットをお願いすることもあります。
- (13) 投稿された論文は採否を問わず返却しません。
- (14) 採録論文の著作権は青山学院大学大学院国際マネジメント学会に属します。
- (15) 論文の電子データは以下のメールアドレスまで添付しておくってください。

IMR@gsim.aoyama.ac.jp

また、そのハードコピーを青山学院大学大学院国際マネジメント研究科合同研究室まで提出してください。

## 投稿規程

(学会誌の目的)

### 第1条

国際マネジメントおよびその関連分野の研究を活性化し，発展に資することを目的とする．採録する論文は，国際マネジメントおよびその関連分野の理論，実証，応用に関する邦文あるいは英文の論文とする．

(応募資格)

### 第2条

学会誌への投稿者は青山学院大学大学院国際マネジメント学会の正会員，学生会員，および修了生会員でなければならない．

(論文の審査および掲載)

### 第3条

論文の掲載可否については指導教官の許可にもとづき編集委員会がこれを決める．審査結果によっては論文の修正が要請される．

(書式および送付先)

### 第4条

論文の書式および送付先については論文執筆細則に定める．

平成 26 年 3 月 発 行

発行 東京都渋谷区渋谷 4-4-25

青山学院大学大学院国際マネジメント学会

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科附置・

国際マネジメント学術フロンティア・センター

# INTERNATIONAL MANAGEMENT REVIEW

Volume 3 March 2014

Determinants of Integrated Reporting for Japanese Corporations

—Focused on the Influence of Institutional Shareholders—

• • • • • Junichi Hayashi (1)

(Prize Paper at 2013 Students Prize Paper Contest

in Graduate school of International Management)

Termination of Anti-Takeover Provision and Relevant Effects on Stock Value

—A Study of What Anti-Takeover Provision Represent for Corporate Value—

• • • • • Imari Okamoto (12)

A B S  
Aoyama Business School

Aoyama Gakuin International Management Association

Frontier Research Center