

敵対的TOBの動機と成果に関する実証分析

川 本 真 哉

要 旨

本稿では日本で行われた敵対的TOBの経済的機能について、最新のデータを用いて検証を行った。分析の結果、アンダーバリュエーションに陥っている企業や所有構造が流動的な企業がターゲットになる傾向があることが判明した。また、敵対的TOBというイベントは、株主にリターンをもたらしていることも確認された。ただし、買い手がファイナンシャルバイヤーとストラテジックバイヤーの場合で、その効果は異なり、買収後の親会社との事業連携によるシナジー創出がより期待できることから、後者の方が株価効果の大きいことも明らかにされた。

ターゲット企業の買収前後のパフォーマンスについては、買収が成立した案件とストラテジックバイヤーが買い手となる案件で株主還元が充実する状況が観察された。もっとも、全体として事後的なパフォーマンスが低下しており、買い手が経営の混乱を収束できていない様子も示された。さらに、TOBの成否、買い手の性質の分類に関わらず、TOB後における雇用の削減は観察されず、敵対的TOBというイベントの発生が従業員との間の信頼を破壊しているという証拠は確認されなかった。

1 はじめに

近年、敵対的TOB（Takeover Bid：株式公開買付け）が相次いで発生している。今世紀に入ってからでは、2000年1月のMAC（村上ファンド）による昭栄へのTOBに始まり、2022年末のシダックスによるオイシックス・ラ・大地へのTOBまで、52件を数える（図1）。当初は村上ファンドやステイール・パートナーズなどのファイナンシャルバイヤーがレイダーの中心であったが、近年では伊藤忠商事によるデサント（2019年1月）、前田建設による前田道路（2020年1月）、コロナイドによる大戸屋ホールディングス（2020年7月）、SBI銀行による新生銀行（2021年9月）などの案件に象徴されるように、ストラテジックバイヤーによる敵対的TOB案件が増加してきている（表1参照）。

これら敵対的TOBは2つの意味で企業経営の効率性維持にとって重要である。その1つは実際に敵対的TOBが発生して、株価を低迷させた経営陣が更迭され、新たな株主と経営陣の下で経営再建が取り込まれる「顕在的」な規律付けである。もう一方は、買収のターゲットにならぬよう、既存経営陣に株主価値維持のための自助努力

敵対的TOBの動機と成果に関する実証分析

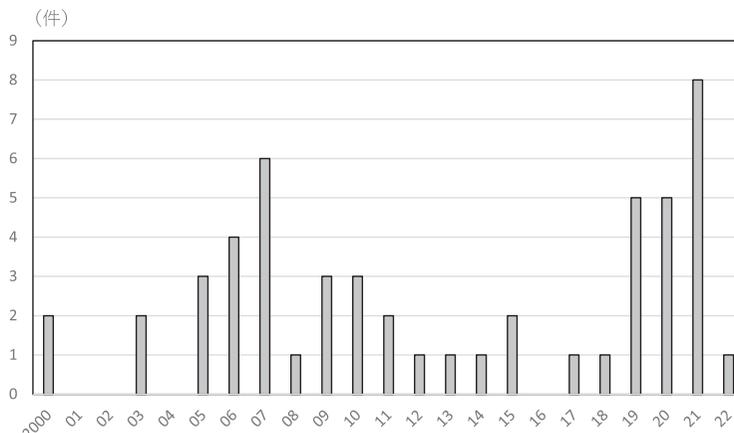


図1 敵対的TOBの推移

出所：レコフデータ「レコフM&Aデータベース」より作成。

表1 主な敵対的TOB一覧

公表日など	ターゲット			レイダー		(TOB)買付金額算出ベース(百万円)	TOB成否
	社名	業種	株式市場	社名	属性		
2000/01/24	昭栄	繊維	東証2部	エム・エイ・シー(村上ファンド)	F	14,000	否
2003/12/19	ソトー	繊維	東証2部	スティール・パートナーズ	F	20,607	否
2003/12/19	ユシロ化学工業	石炭・石油	東証2部	スティール・パートナーズ	F	15,512	否
2006/01/16	オリジン東秀	外食	東証2部	ドン・キホーテ	S	10,026	否
2006/08/02	北越製紙	紙・パルプ	東証1部	王子製紙	S	80,654	否
2006/10/27	明星食品	食品	東証2部	スティール・パートナーズ	F	29,815	否
2007/05/18	ブルドックソース	食品	東証2部	スティール・パートナーズ	F	29,116	否
2013/03/12	西武ホールディングス	サービス	未上場など	サーベラス・グループ	F	58,520	成
2019/01/31	デサント	繊維	東証1部	伊藤忠商事	S	20,188	成
2019/07/10	ユニゾホールディングス	不動産・ホテル	東証1部	エイチ・アイ・エス(HIS)	S	42,655	否
2020/01/19	東芝機械	機械	東証1部	オフィスサポート	F	25,920	否
2020/01/21	前田道路	建設	東証1部	前田建設工業	S	86,154	成
2020/07/09	大戸屋ホールディングス	外食	ジャスダック	コロワイド	S	7,178	成
2021/01/21	東京製綱	非鉄・金属製品	東証1部	日本製鉄	S	2,438	成
2021/09/09	新生銀行	銀行	東証1部	SBI地銀ホールディングス	S	116,422	成
2022/06/30	シダックス	サービス	東証スタンダード	オイシックス・ラ・大地	S	9,873	成

注1：レイダーのスティール・パートナーズは日本法人で、正式名称はスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドとなる。

注2：属性のFはフィナンシャルバイヤーであることを、Sはストラテジックバイヤーであることを示す。

注3：TOB成否は、レイダーがTOBの結果、経営権の取得（あるいは目標とする議決権の取得）に成功した場合を「成」、それに至らなかった場合を「否」としている。

出所：レコフデータ『レコフM&Aデータベース』より作成。

を促すという「潜在的」な規律付けである。これはまさにManne（1965）が提唱した「会社支配権市場（market for corporate control）」のフレームワークであり、敵対的TOBはその件数のみならず、その発生した「事実」が重要であるということをよく表している。

さらに、仮に敵対的TOBの試みは失敗した場合でも、ターゲット企業は同イベントをきっかけに、株主価値向上に目覚めるという効果があることも指摘されている（いわゆる“wake-up calls（目覚め効果）”；Chatterjee et al. 2003）。その一方で、そうしたポジティブな効果とは逆に、買収後に人員削減等のリストラクチャリングが断行されることから、従業員のモチベーションやモラルを低下させ、長期的なパフォーマンスにネガティブな影響を与えるという否定的な捉え方も存在する。

では、（潜在的な規律付け効果は直接観察することはできないものの）これら敵対的TOBは、日本企業の経営に何をもたらしたのであろうか。近年では、株主アクティビズムの高まりを受け、それらの動機や内容、効果を検証する分析が蓄積されてきているが（井上・加藤2006；井上2007；田中・後藤2020，など）、より規律付けが効果的だと考えられる近年の敵対的TOBの案件を対象にし、体系的に実証した研究はほとんど確認されない¹⁾。そこで本稿では敵対的TOBの動機と成果について、最新のデータセットを用いて、介入の動機とターゲット企業に対する成果まで多角的に分析する。具体的に、検証するポイントは下記のとおりとなる。

- どのような企業が敵対的TOBのターゲットになったのか？
- TOBの発生は、株主の価値にいかなる影響を与えたのか？その効果は、買い手がファイナンシャルバイヤー（ファンドなど）とストラテジックバイヤー（事業会社など）では異なるのであろうか？
- TOB発生後、パフォーマンスの改善は実現されたのであろうか。それは、買収が成立した案件と不成立の案件とで違いがあるのであろうか。

以上の論点を踏まえ、本稿の構成は以下のとおりとなる。第2節では、敵対的TOBに遭遇したターゲット企業の特徴、そしてアクティビストを中心とする経営介入がパフォーマンスや経営政策に与えた影響についての先行研究をサーベイする。第3節では、敵対的TOBの基本的特徴を捉えるため、サンプルを成立案件と不成立案件に分けて、議決権取得比率と買収プレミアムの状況について確認する。第4節では、敵対的TOBのターゲット企業の特徴に関する検証を行う。第5節では介入後のターゲット企業の長期・短期の株価パフォーマンス、および財務パフォーマンスに与えた影響

1) 敵対的買収について体系的に扱った成果として、新井・日本経済研究センター編(2007)がある。

について分析する。第6節は結論と展望にあてられる。

2 アクティビズムと経営規律²⁾

まず、アクティビズムの経済的機能について実証的な見地から検討していきたい。これにあたっては、2つの視点から評価することが有効だと思われる。すなわち、アクティビズムの事前、事後の評価である。事前の評価とは、低パフォーマンスや保有資産が有効活用されていないなど、規律付けを必要としている企業がターゲットとされているかについて着目することを指す。一方、事後の評価とは、アクティビズムの結果、当該企業の経営政策や財務パフォーマンスにいかなる影響を与えたのかについて観察することを指す。以下、このような観点から、アクティビストによるブロック株式取得、そして敵対的TOBに発展するケースを扱った先行研究を紹介しながら、冒頭の問いに答えてみたい。

2.1 ターゲット企業の特徴

実際、アクティビストは規律付けが必要な企業をターゲットとしているのであろうか。この点に関しては、ターゲット企業の財務状態とガバナンス構造の観点から検証が積み重ねられてきた。例えば、Morck et al. (1988) では、友好的買収のケースと比較し、ファミリーによって経営されており、トービンの q や企業規模が小さな企業が敵対的買収のターゲットになりやすいことを明らかにしている。また、Karpoff et al. (1996) は株主提案を受けた企業を取り上げ、ターゲットとなったのは時価簿価比率、売上高利益率、売上高成長率が劣る企業であるとしている。いずれの結果も単なるアンダーバリュー銘柄にとどまらず、収益性や成長性に乏しい企業をターゲットとしている点において、Jensen (1986; 1993) が指摘するような文脈にもあるように、アクティビストが規律付けの必要な企業をセンサーしている可能性を示唆している。

一方、日本企業の研究に関しても、PBRやトービンの q が小さな企業が大量保有や株主提案のターゲットとなっている点において、上記の先行研究と整合的な結果が得られている(胥2007; 井上・加藤2007; Yeh 2014; 田中・後藤2020)。特に胥(2007)では、現預金や保有有価証券などの手元流動性が高く、かつ成長機会の代理変数であるトービンの q が劣る企業がターゲットとなっていることを明らかにしている。この結果も、アクティビストが保有資金を成長投資に振り向けることが困難であり、フリーキャッシュフローを株主還元することの妥当性が認められる企業をターゲットとしているという点において重要である。

2) 本節は、中央経済社よりの承諾を得て、川本(2018)の内容を加筆修正して、記述するものである。

もつとも、以上のような規律付け効果は、当該企業の所有構造によっては有効に機能しない可能性もある。既述の米国企業を対象とした研究では、CEOやファミリーなど内部者の所有比率が高い企業では、ターゲットとなる確率が低下することが報告されている(Karpoff et al. 1996; Bethel et al. 1998)。同様に、日本企業のケースでも、ファミリーや持ち合いなど安定株主層が厚い企業ではターゲットになりにくい傾向にあるとされる(胥2007; Yeh 2014)。このような特性を持つ企業群ではインサイダーの高い持株比率が塹壕(エントレンチメント)となり、株主価値向上を追求しない経営が放置されているおそれがある。

2.2 経営政策への影響

Yeh (2014)によると、日本における2004年から2010年までに提出された5%以上のブロックシェアホルダーによる株主提案29件のうち、採択されたのは4件に過ぎず、その大半は失敗に終わっているという。では、アクティビズムは経営政策に影響を与えないのであろうか。答えはノーである。ターゲットとなった企業のその後を追ってみると、アクティビストによる介入がショック療法となり、自発的に経営改革に取り組む企業がみかけられる。代表的な事例は、昭栄のケースである。その含み資産の活用をめぐる、2000年に村上ファンドに敵対的TOBを仕掛けられたものの、安定株主層に守られ、TOBは失敗に終わった。ただ、このときのショックが同社の経営陣を株主価値向上に目覚めさせた。同社は経営指標としてEVA(経済付加価値)を導入し、保有資産の有効活用に注力し、時価総額を飛躍的に伸長させた³⁾。

このようなショック療法の効果は、実証的にも支持されている。一例としてBethel et al. (1998)は、アクティビストによる大量保有後、事業売却や自社株買い、あるいはCEOの交代確率が保有前や非保有企業に比べて高まることを報告している。また、Brav et al. (2008)も、ヘッジファンドによる大量保有が、CEOの更迭を促すとともに、利益感応的な報酬制度の導入や株主還元の上昇などを促すことを明らかにしている。なお、株主還元の上昇については、胥(2007)でも観察されている。

さらに、以上のようなアクティビストの行動が敵対的買収に発展することもあるが、そのようなケースではショック療法の効果はより明確となる。Chatterjee et al. (2003)は1980年代の76件の「失敗した敵対的買収の試み」(failed takeover attempts)を検証し、CEOを含む社内取締役の持株比率が高いほど、逆に社外取締役の持株比率が低いほど「選択と集中」行動の確率が高まるとしている⁴⁾。これについて同研究では、

3) 「経営の視点 『アクティビスト』は破壊者か」『日本経済新聞』2006年1月16日、「村上ファンドの過去の投資先 企業価値向上に成果も」『日本経済新聞』2006年6月6日。

4) ただし、同研究のサンプルはアクティビストが買い手となったケースに限定されない。

独立性に乏しい取締役会構造を持つ企業に対し、敵対的買収が「目覚め効果」を与え、再度買収のターゲットにならぬよう、事業領域の調整がなされたと解釈している⁵⁾。

以上の結果は、株主提案や敵対的買収が十分な成果を収めなくとも、アクティビズムは経営陣にとって株主価値向上に向けた“気づき”となり、ペイアウト政策や事業戦略、あるいはガバナンスの強化など多方面での改革を促す契機になったと評価できよう。

2.3 株主利益への影響

もしアクティビストによる大量保有や経営介入が将来的な企業価値の向上に資するとマーケットが評価するならば、それらのイベントに対し株価はポジティブな反応を示すであろう。アクティビズムが株主利益に与える効果に関しては、アクティビストの行動のアナウンスメント前後(短期で前後10日前後、長期でイベント後2年間程度)の株価反応をチェックするイベント・スタディと呼ばれる方法によって検証が積み重ねられてきた。

このイベント・スタディ法を用いた分析では、概ね日米ともにアクティビストの介入は短期、長期の株価にポジティブな影響を与えることが確認されている。短期のリターンについてはHolderness and Sheehan (1985), Brav et al. (2008), 井上・加藤 (2007), 田中・後藤 (2020) が、長期のリターンについても井上・加藤 (2007), Boyson et al. (2017) などが統計的に正に有意な効果を見出している。

2.4 財務パフォーマンスへの影響

このように株主利益の影響は明確に検出されることが多いものの、アクティビズムの財務パフォーマンスに及ぼす効果については不明瞭である。例えば、Bethel et al. (1998) は、アクティビストによる大量保有は、資産売却を加速させ、収益性の向上に資すると主張しているのに対し、Karpoff et al. (1996) はアクティビストによる株主提案は取締役会構成に変化をもたらさなかっただけではなく、財務パフォーマンスにもほとんど影響を及ぼしていないと指摘しており、見方が分かれている。同様に、日本企業のケースに関しても、取締役選任に関連した株主提案の後で弱いながらもROAに対する正の効果を見出す研究 (Yeh 2014) が存在する一方で、アクティビストのターゲットとなった前後において、収益性に有意な影響がない (胥2007; 田中・後藤2020), あるいは逆に事後的なROAが低下傾向にあるとする研究 (鈴木2007)

5) なお、第三者による敵対的買収の失敗後、アクティビストが当該企業の経営に介入し、経営陣の更迭を迫るケースもある (Denis Serrano 1996; Liu 2017)。

も存在する⁶⁾。

3 敵対的TOB案件の基礎的情報

3.1 データセット

では、実際に日本における敵対的TOBに焦点をあてた場合、それらはどのような動機によって行われ、ターゲット企業のパフォーマンスや経営政策にいかなる影響を与えたのであろうか、以下ではこの点について、最新のデータセットを用いてアプローチする。分析で利用するサンプルは、2000年以降、2022年末までに公表された敵対的TOB案件である。これをレコフデータ「レコフM&Aデータベース」から抽出した。財務データは日経メディアマーケティング「NEEDS-FinancialQUEST」、株価データは同「NEEDS株式日次収益率データ」、東洋経済新報社「株価CD-ROM」から取得した。サンプルサイズは、データ取得可能な39件となる。ここから成立案件(8件)と不成立案件(10件)とを特定する⁷⁾。さらに、経営介入はアクティビストを中心とするフィナンシャルバイヤーが買い手のケース(26件)だけにとどまらず、近年では事業会社を中心とするストラテジックバイヤーが買い手のケース(13件)も観察されることから、これらの分類も念頭において分析を進める。

3.2 議決権取得率と買収プレミアム

まず本格的な分析の前提として、敵対的TOB案件の議決権取得率、買収プレミアム、買収規模について確認していこう。上記の類型ごとに要約したものが表2となる。

まず全体については、議決権取得比率は平均値で42.5%となっており、概ね子会社化が達成されていると判断してよい(以下、中央値も掲載しているが、平均値の結果を中心に確認していく)。プレミアムは対前日終値で30.0%、1か月前終値平均40.3%、および3か月終値平均で39.1%である。対前日プレミアム相対的に低くなっていることから、TOB公表に向けて株価が上昇していった様子が見られる。買収金額は188億円であり、ミドルサイズの企業がターゲットになっていることがわかる。

サンプルを成立と不成立案件に分けてみると、当然のことながら達成率は成立案件の方が高い。成立案件はTOBで95.0%の株式を取得している。このほか、プレミアムでは対前日終値を基準とした値において、成立案件の方が30.6%となっており、不成立案件の15.5%よりも(統計的有意性は十分ではないものの)かなり高くなってい

6) この原因について鈴木(2007)は、当該企業の経営者がアクティビストの対応に時間が割かれ、本来の企業経営に専念できていない可能性を指摘している。

7) 買収を目的として、TOBの結果、経営権を取得した案件は「成立」、経営権の取得に至らなかった案件を「不成立」と判断した(出資拡大のケースは含めなかった)。

表2 敵対的TOBの基礎的情報

パネルA：全案件						
Variable	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max
TOBによる議決権取得率	39	42.5	21.9	47.4	0.0	154.0
対前日終値プレミアム	39	30.0	21.1	36.0	-39.5	180.6
対1か月終値平均プレミアム	39	40.3	29.4	43.9	-29.7	200.0
対3か月終値平均プレミアム	39	39.1	30.7	51.0	-69.7	200.0
買収金額 (百万円)	39	18781.9	10026.0	24089.3	125.0	103332.0

パネルB：TOBの成否													
Variable	Obs	不成立					成立					平均値の差の検定	中央値の差の検定
		Mean	Median	Std. dev.	Min	Max	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max		
TOBによる議決権取得率	10	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	95.0	93.0	38.2	30.5	154.0	-95.0***	-93.0***
対前日終値プレミアム	10	15.5	14.1	15.4	-1.1	52.0	30.6	34.3	40.5	-39.5	97.6	-15.1	-20.2
対1か月終値平均プレミアム	10	22.9	24.8	13.6	3.6	46.8	54.3	36.0	69.0	-29.7	200.0	-31.4	-11.3
対3か月終値平均プレミアム	10	30.2	24.5	19.8	-0.2	54.4	60.0	38.6	70.4	-31.6	200.0	-29.8	-14.1
買収金額 (百万円)	10	35030.7	22027.0	32115.2	8294.0	103332.0	13572.6	3611.5	29435.5	125.0	86154.0	21458.1	18415.5***

パネルC：買手の性質													
Variable	Obs	フィンランシヤルバイヤー					ストラテジックバイヤー					平均値の差の検定	中央値の差の検定
		Mean	Median	Std. dev.	Min	Max	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max		
TOBによる議決権取得率	26	30.6	4.7	38.3	0.0	119.6	66.3	85.9	56.0	0.0	154.0	-35.7**	-81.3*
対前日終値プレミアム	26	26.4	17.3	38.3	-39.5	180.6	37.0	41.9	31.2	-15.9	97.6	-10.6	-24.7
対1か月終値平均プレミアム	26	36.4	25.0	50.3	-29.7	200.0	47.9	47.9	27.2	-1.5	100.6	-11.5	-22.9**
対3か月終値平均プレミアム	26	36.9	26.7	53.4	-69.7	200.0	43.5	41.8	47.7	-66.2	121.5	-6.6	-15.1
買収金額 (百万円)	26	16910.7	14756.0	21317.0	125.0	103332.0	22524.2	9873.0	29464.1	664.0	86154.0	-5613.5	4883.0

注1：プレミアムの単位はパーセント。

注2：TOBの成否は、買収案件で経営権の取得に至ったか否かで分類している。

注3：アスタリスク(*)は平均値の差に関するt検定, 中央値の差に関するウィルコクソンの順位和検定の結果を表し, ***, ** , *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

る。議決権取得比率とプレミアムが正の比例関係にあることが読み取れる。買収案件を対象としたBradley et al. (1988), スクイズアウトを通じた非公開化案件の特徴を分析したBates et al. (2006) と整合的な結果となっている。買収金額に関しては、成立案件は136億円, 不成立案件350億円となっており, 比較的の小規模な案件で買収が成功している様子がわかる。

サンプルをフィナンシャルバイヤーとストラテジックバイヤーに分割した場合, 議決権取得比率は前者が30.6%弱なのに対し, 後者は66.3%に達し, ダブルスコアの差がついており, その差も統計的に有意である。この理由として, フィナンシャルバイヤーの案件において, ①かつてのグリーンメーラーを彷彿させるイメージの問題があり, 一般株主が応募に躊躇している, ②プレミアムが相対的に低く (対1か月終値平均プレミアムでストラテジックバイヤー 47.9%なのに対し, フィナンシャルバイヤーは36.4%), 一般株主にとって魅力的な条件となっていない, などが考えられる。

4 ターゲット企業の特徴

4.1 推計モデル

ついで, ターゲットの特徴について, それを説明するスタンダードな変数を設定して検証していこう。被説明変数は敵対的TOBのターゲットになった企業に1の値を与えるダミー変数である⁸⁾。そしてそれと比較するレファレンスグループはその他上場企業とし, まず2000年度から2020年度までのパネルデータを構築し, ターゲット企業の特徴をさぐる。さらに, ターゲットダミーをブレイクダウンしていく。その1つは不成立案件に1の値を与えるダミー変数 (0は成立案件) である。2つ目はフィナンシャルバイヤーの対象となった企業に1の値を与えるダミー変数 (0はストラテジックバイヤー) である。これらによりターゲット企業の特徴をさらに具体的に特定化していく。

ターゲット企業の特徴としては, 胥 (2007) のアクティビズムのターゲットになった企業の特徴を検証したモデルを参考とする。すなわち, ①ターゲット企業の財務・株価パフォーマンス, ②財務状態, ③所有構造の面から設定した。①については, ROA, ROE, PBRを挿入する。低パフォーマンス企業, あるいはアンダーバリュエーションに陥っている企業がターゲットにされている場合, これらの変数は負の係数を取ることが予想される。②については, フリーキャッシュフロー比率, 負債比率 (対総資産) を説明変数として加える。フリーキャッシュフロー比率は, 企業の将来的成

8) TOBのターゲットとなった時点で1の値を与え, その他の時点はレファレンスグループ (ターゲットにならなかった上場企業) に含まれるように設定している。

長を代理するトービンのシンプル q が1の値を下回る企業の手元流動性比率⁹⁾(対総資産)によって代理する。財務状態が良好で、過剰な手元流動性を抱える企業がターゲットになっている場合、負債比率は負値、フリーキャッシュフロー比率は正値を取ると想定される。最後に、所有構造に関しては、①安定株主持株比率、②役員持株比率、③外国人持株比率を挿入する。①は金融機関持株比率と事業法人持株比率の合計によって計算される。買い手が流動性の高い所有構造の企業の特徴を持つ企業をターゲットにしている場合、①と②値は負、③は正の係数を取ることが想定される。これらに加えコントロール変数として、上場期間月数(対数値)、企業規模(総資産対数値)、製造業ダミーが挿入されている。

基本統計量は表3にまとめられている。ターゲット企業はその他の上場企業との比較で明確な差が検出されている。外国人持株比率が高く、ROE、役員持株比率が低い。ただし、これらの比較は他の条件を設定していないラフな観察に過ぎない。そこで以下では、これら要因を説明変数として同時に挿入し、要因間の影響をコントロールした回帰分析の結果を報告していく。

4.2 推計結果

推計結果は表4のとおりである。コラム(1)から(3)がターゲット企業とその他上場企業を比較したパネル分析の結果、(4)から(6)がフィナンシャルバイヤーとストラテジックバイヤー案件とを比較したクロスセクション分析の結果となっている¹⁰⁾。推計方法は、コラム(1)から(3)がポアソン・モデル¹¹⁾、それ以降はプロビット・モデル利用している。

まず、全体の推計に目を向けると(コラム(1)から(3))、財務パフォーマンスでは有意な結果を得られていないが、株価パフォーマンスを示すPBRが有意に負となっている。株価パフォーマンスが低迷している企業がターゲットになっていることであり、直感に合う結果である。所有構造については、役員持株比率が負、外国人持株比率が正の係数で有意である。流動性の高い所有構造がターゲットになっており、仮説通りの結果である。このほか、上場月数対数値が正、総資産対数値が負に有意となっていることから、小規模成熟企業がターゲットになる傾向にあると理解できる。

TOBをかける主体がフィナンシャルバイヤーとストラテジックバイヤーとの比較では(コラム(4)から(6))、前者はPBRが劣る企業がターゲットになっている(コ

9) (現預金+有価証券+投資有価証券)/総資産で算出した。

10) 成立・不成立案件の分析は、サンプルサイズが確保できなかったため、分析を見送った。

11) サンプルに対する敵対的TOBの頻度が小さいため、同モデルを用いた。なお、モデル選択にあたっては、負の二項回帰モデル(Negative Binomial Regression Model)も考えられるが、推計が収束しなかったため、ポアソンの結果を報告する。

表3 基本統計量

Variable	敵対的 TOB						上場企業						平均値の 差の検定	中央値の 差の検定
	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max		
	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max		
ROA	39	0.031	0.038	0.057	-0.175	0.178	90130	0.045	0.041	0.064	-0.227	0.241	-0.0027	-0.0027
ROE	39	-0.038	0.039	0.295	-1.600	0.154	90130	0.016	0.049	0.236	-1.600	0.433	-0.0104*	-0.0104*
PBR	39	1.228	0.910	0.958	0.184	3.646	90130	1.626	1.027	1.949	0.165	13.281	-0.3972	-0.1171
FCF	39	0.153	0.123	0.184	0.000	0.605	90130	0.111	0.000	0.147	0.000	0.605	0.0419*	0.1234
負債比率	39	0.483	0.487	0.186	0.115	0.872	90130	0.522	0.526	0.218	0.088	0.982	-0.0391	-0.0386
役員持株比率	39	0.030	0.009	0.067	0.000	0.389	90130	0.084	0.015	0.134	0.000	0.611	-0.0540*	-0.0054*
外国人持株比率	39	0.144	0.124	0.109	0.006	0.360	90130	0.079	0.033	0.105	0.000	0.505	0.0647***	0.0910***
安定株主持株比率	39	0.432	0.402	0.188	0.046	0.776	90130	0.472	0.489	0.200	0.030	0.863	-0.0406	-0.0871
上場月数(対数値)	39	6.344	6.519	0.553	4.875	7.166	90130	6.216	6.394	0.646	3.970	7.166	0.1279	0.1256
総資産(対数値)	39	10.369	10.285	1.510	7.077	13.450	90130	10.462	10.301	1.624	7.077	14.984	-0.0929	-0.0161
パネルB: TOBの成否														
Variable	不成立						成立						平均値の 差の検定	中央値の 差の検定
	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max		
	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max		
ROA	10	0.051	0.039	0.050	-0.001	0.178	8	0.003	0.049	0.094	-0.175	0.113	0.0485	-0.0097
ROE	10	0.052	0.048	0.070	-0.094	0.128	8	-0.208	0.020	0.574	-1.600	0.154	0.2605	0.0276
PBR	10	1.127	0.880	0.876	0.361	3.297	8	1.414	0.908	1.383	0.184	3.646	-0.2873	-0.0284
FCF	10	0.095	0.009	0.120	0.000	0.273	8	0.248	0.212	0.247	0.000	0.601	-0.1536	-0.2026
負債比率	10	0.498	0.462	0.159	0.259	0.813	8	0.406	0.334	0.157	0.246	0.654	0.0923	0.1281
役員持株比率	10	0.008	0.003	0.009	0.000	0.021	8	0.056	0.005	0.135	0.000	0.389	-0.0483	-0.0024
外国人持株比率	10	0.190	0.217	0.078	0.043	0.265	8	0.123	0.074	0.135	0.006	0.360	0.0672	0.1432
安定株主持株比率	10	0.457	0.400	0.168	0.240	0.773	8	0.371	0.392	0.241	0.046	0.713	0.0861	0.0072
上場月数(対数値)	10	6.422	6.514	0.429	5.829	7.078	8	5.900	6.078	0.620	4.875	6.970	0.5220**	0.4364***
総資産(対数値)	10	11.130	11.143	0.992	9.804	12.443	8	9.319	9.171	1.460	7.727	12.578	1.8112	1.9723
パネルC: 買い手の性質														
Variable Obs	フィナンシャルバイヤー						ストラテジックバイヤー						平均値の 差の検定	中央値の 差の検定
	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max		
	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max		
ROA	26	0.023	0.037	0.055	-0.175	0.126	13	0.047	0.047	0.059	-0.069	0.178	-0.0238	-0.0097
ROE	26	-0.041	0.038	0.328	-1.600	0.128	13	-0.034	0.043	0.226	-0.685	0.154	-0.0072	-0.0050
PBR	26	1.121	0.897	0.905	0.184	3.646	13	1.444	0.981	1.060	0.512	3.542	-0.3235	-0.0837
FCF	26	0.148	0.075	0.184	0.000	0.605	13	0.162	0.123	0.191	0.000	0.533	-0.0131	-0.0487
負債比率	26	0.456	0.468	0.182	0.115	0.813	13	0.538	0.512	0.189	0.284	0.872	-0.0820	-0.0445
役員持株比率	26	0.021	0.005	0.037	0.000	0.150	13	0.047	0.014	0.104	0.000	0.389	-0.0258	-0.0089
外国人持株比率	26	0.155	0.159	0.106	0.009	0.355	13	0.121	0.105	0.117	0.006	0.360	0.0340	0.0547
安定株主持株比率	26	0.417	0.396	0.201	0.046	0.776	13	0.461	0.475	0.164	0.124	0.713	-0.0434	-0.0791
上場月数(対数値)	26	6.319	6.514	0.551	4.875	7.022	13	6.394	6.571	0.576	5.371	7.166	-0.0749	-0.0569
総資産(対数値)	26	10.206	10.187	1.450	7.077	12.443	13	10.695	10.570	1.632	7.727	13.450	-0.4896	-0.3834

注1: TOBの成否は、買収案件で経営権の取得に至ったか否かで分類している。

注2: アスタリスク(*)は平均値の差に関するt検定, 中央値の差に関するウィルコクソンの順位和検定の結果を表し, ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

ラム (6))。これらアクティビストは経営改革のキャンペーンをはってTOBにまで進展することが多いが、その際、パフォーマンスの低迷がその攻撃の材料となっていることから裏付けられる。また、コラム (1) から (3) の推計と同様、役員持株比率が低い企業が彼らのターゲットになっていることから、株式の流動性の高い企業に狙いを付けていることがわかる (コラム (9))。そのほか、総資産対数値の係数が有意に負となっており、小規模企業がアクティビストのTOBの対象になっていると判断

表4 ターゲット企業の特徴

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	フル Poisson	フル Poisson	フル Poisson	フィナンシャル バイヤー Probit	フィナンシャル バイヤー Probit	フィナンシャル バイヤー Probit
ROA	-1.8188 (2.0095)			-16.5957 (11.2731)		
ROE		-0.4961 (0.5035)			-0.0188 (0.8123)	
PBR			-0.1940 ** (0.0960)			-1.6184 *** (0.4454)
FCF	1.6679 (1.2210)	1.7516 (1.2130)	1.1463 (1.2248)	-1.9990 (1.3792)	-0.7715 (1.4138)	-6.9201 *** (2.2719)
負債比率	-0.2155 (0.8081)	-0.1746 (0.8285)	0.0649 (0.7422)	-1.6040 (2.1045)	-0.0558 (1.5390)	-2.7448 (1.8510)
役員持株比率	-6.4303 ** (3.1438)	-6.5372 ** (3.1283)	-6.9688 ** (3.2705)	-1.3008 (3.1850)	-3.6757 (3.1907)	-6.6078 ** (2.8633)
外国人持株比率	4.5659 *** (1.1705)	4.5141 *** (1.1877)	4.9073 *** (1.2213)	8.1382 ** (3.5525)	4.2779 (3.3696)	5.4804 (3.6542)
安定株主持株比率	-0.6547 (1.0689)	-0.6977 (1.0698)	-0.7670 (1.0728)	0.7954 (1.5986)	-0.5435 (1.4038)	-1.2067 (1.6039)
上場月数(対数値)	0.5667 * (0.3341)	0.5873 * (0.3364)	0.4799 (0.3324)	-1.1254 (0.7832)	-0.4108 (0.6473)	-1.6672 ** (0.7195)
総資産(対数値)	-0.2621 ** (0.1077)	-0.2641 ** (0.1061)	-0.3144 *** (0.1026)	-0.4598 * (0.2501)	-0.3574 (0.2434)	-0.6138 ** (0.3029)
製造業ダミー	-0.9747 *** (0.3315)	-0.9710 *** (0.3321)	-0.9771 *** (0.3301)	1.0796 * (0.6354)	0.7775 (0.5542)	0.5815 (0.6733)
定数項	-8.0908 *** (1.9851)	-8.2775 *** (1.9685)	-6.8311 *** (2.0045)	12.4539 ** (5.7986)	6.4516 (4.3560)	21.8816 *** (6.5648)
Observations	90130	90130	90130	39	39	39
Groups	5431	5431	5431	39	39	39
Log-likelihood	-321.2389	-321.1134	-320.2789	-18.4661	-21.0817	-15.8616
WaldChi2	85.6728 ***	88.7505 ***	80.3096 ***	11.5576	10.0989	21.6764 **

注1：上段は係数を、下段は標準誤差を示す。

注2：標準誤差は企業ごとにクラスタリングしたロバストな標準誤差を用いている。

注3：***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

できる¹²⁾。

5 パフォーマンスへの影響

5.1 短期リターン

ついで、敵対的TOBの影響について、株式パフォーマンス（短期と長期）と財務パフォーマンスの二方面からみていこう。まず短期リターンに関しては、イベント日（ここでは敵対的TOBのニュースリリース日）周りの個別銘柄リターンと市場リターンの差を求める市場調整モデル(Market Adjusted Model)を用いて検証する。なお、市場リターンはTOPIXによって算出した¹³⁾。

イベント日周り1日、2日、3日、10日の累積異常リターン（Cumulative Abnormal Return）の平均値を求めたのが表5である。それによると、全体でおよそ20%から28%のリターンが発生していることがわかる（表5パネルA）。これはアクティビストの大量保有報告書に対するリターンを計測した井上・加藤(2007)、田中・後藤(2020)の2%から5%を大きく上回るものである。やはりTOBというイベントにまで発展したという状況は無視できず、短期的に株主に大きな富をもたらしたと解釈できる。

類型別にみていくと、不成立案件が10%台なのに対し、成立案件は20%後半から40%弱と高く、平均値、中央値の差の検定でも統計的に有意となっている（パネルB）。成立可能性の高い案件の方がマーケットの評価も高いという自然な結果となっている。

買い手がフィナンシャルバイヤーとストラテジックバイヤーである場合に比べて比較したのがパネルCである。CARは前者が10%台後半から20%台前半、後者が30%弱から40%台前半とストラテジックバイヤーの方が高い。これは、フィナンシャルバイヤーが事業を行っていないため、自らの保有資産と買収企業との資産を組み合わせるシナジーを創出する余地が乏しいのに対し、事業会社は重複分野の整理によるコスト削減やノウハウの移転によるパフォーマンス向上が期待でき、シナジー創出が予見しやすいことが反映したものと推察される。

5.2 長期リターン

以上の分析から、不成立案件でも、短期的には市場インデックスを上回るリターンが発生し、株主の富を創造していることがわかった。では長期的にみた場合、案件の

12) なお、フリーキャッシュフロー比率は有意に負であるので（コラム（6））、低成長企業の手元流動性がアクティビストのターゲット要因になっているとはいえない。

13) 本稿では、互いのイベントが近接しており、ある銘柄の期待リターンを算出する際に他の銘柄のイベントが干渉してしまうという懸念があるため、市場モデル（Market Model）ではなく、市場調整モデルを用いた。

表5 敵対的TOBの短期株価効果

パネルA：敵対的TOB全体		不成立				成立				平均値の差の検定		中央値の差の検定		
Variable	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max	平均値の差の検定	中央値の差の検定
CAR (-1, +1)	38	20.71	17.33	13.94	-0.52	47.18	8	28.34	33.71	17.67	-0.52	47.06	-16.44**	-19.15
CAR (-2, +2)	38	24.81	24.08	15.15	2.12	61.66	8	34.81	37.85	18.23	2.29	61.66	-21.06***	-24.05**
CAR (-3, +3)	38	25.54	23.94	18.06	-4.58	64.94	8	38.64	40.53	22.11	-0.45	64.94	-26.55***	-30.01**
CAR (-10, +10)	38	28.21	25.31	19.88	-4.07	84.51	8	37.58	33.01	25.65	-1.48	84.51	-19.34*	-14.29
パネルB：TOBの成否														
		不成立				成立				平均値の差の検定		中央値の差の検定		
	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max		Mean	Median	Std. dev.	Min	Max		
CAR (-1, +1)	10	11.90	14.55	7.15	0.91	21.81	8	28.34	33.71	17.67	-0.52	47.06	-16.44**	-19.15
CAR (-2, +2)	10	13.76	13.81	9.11	2.51	28.68	8	34.81	37.85	18.23	2.29	61.66	-21.06***	-24.05**
CAR (-3, +3)	10	12.09	10.52	9.82	-4.58	25.98	8	38.64	40.53	22.11	-0.45	64.94	-26.55***	-30.01**
CAR (-10, +10)	10	18.24	18.72	14.41	-4.07	43.57	8	37.58	33.01	25.65	-1.48	84.51	-19.34*	-14.29
パネルC：買い手の性質														
		フィナンシャルバイヤー				ストラテジックバイヤー				平均値の差の検定		中央値の差の検定		
	Obs	Mean	Median	Std. dev.	Min	Max		Mean	Median	Std. dev.	Min	Max		
CAR (-1, +1)	26	16.88	13.94	12.74	-0.52	47.18	12	29.01	28.83	13.21	0.91	42.91	-12.13**	-14.89***
CAR (-2, +2)	26	20.26	16.50	12.85	2.12	47.78	12	34.65	36.47	15.54	3.65	61.66	-14.39***	-19.97***
CAR (-3, +3)	26	20.42	16.34	15.05	-4.58	53.39	12	36.65	36.39	19.66	6.51	64.94	-16.23***	-20.04**
CAR (-10, +10)	26	21.52	19.69	16.17	-4.07	58.08	12	42.71	41.24	20.00	15.80	84.51	-21.19***	-21.55***

注1：単位はパーセント。データが取得できない企業が存在するため、サンプルサイズは38件となる。

注2：TOBの成否は、買収案件で経営権の取得に至ったか否かで分類している。

注3：アスタリスク(*)は平均値の差に関するt検定、中央値の差に関するウィルコクソンの順位和検定の結果を表し、***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

不成立を受け、リターンは消失したのであろうか。長期株価の効果を計る際に用いられるBuy and Hold Abnormal Return (BHAR) によって確認してみよう¹⁴⁾。それによると、イベント日発生直後に高いリターンを計測して以降、マイナスのリターンが継続した後、240日後では0.2%のリターンが残存している（表6）。つまり、その効果は微弱とはいえ、少なくとも敵対的TOBは不成立の案件でも株主の富を棄損せず、逆にわずかではあるが正のリターンを長期的にももたらすことが明らかとなった。

表6 不成立案件のBHARの推移

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max	平均値 = 0 の検定 (t 値)
1営業日後	12	7.58	7.44	-1.89	20.46	3.53***
30営業日後	12	0.08	6.17	-12.07	14.72	0.05
60営業日後	10	-0.23	0.89	-2.04	1.01	-0.83
120営業日後	9	-0.36	1.13	-1.68	1.20	-0.96
240営業日後	7	0.20	2.56	-1.54	5.86	0.21

注1：単位はパーセント。

注2：***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

5.3 財務パフォーマンス

最後に、敵対的買収が財務パフォーマンスにどのような影響を与えたのかについて検証していこう。指標としては、ROA, ROE, 株主還元比率（[自社株買い+配当支払い]/自己資本）、投資比率（固定資産の取得額/固定資産額）¹⁵⁾、従業員数を対象とし、TOB公表前2期間の平均値と公表後2期間の平均値を比較する¹⁶⁾。

フルサンプルの場合、株主還元比率が事前から事後にかけて上昇（表7パネルA：1.02%→3.16%）している。特に、TOBが成立した案件（パネルC：0.00%→7.26%）、買い手がストラテジックバイヤーの案件（パネルD：0.62%→3.89%）でそれが顕著である。ストラテジックバイヤーが買い手のケースではTOBの成功が相次いでいるが、不十分であった株主還元を充実させることで、買収を正当化しようとしているかもしれない。いずれにせよ、敵対的TOBが株主還元を拡充したと判断できよう。

14) BHARの計測方法とその推移については、山崎・山口（2011）を参照されたい。

15) 投資比率に関しては、事前の情報が取得できなかった企業が存在するため、事後とサンプルサイズが一致しない。

16) 買収発生後2期間データが取得できない企業は、サンプルサイズを確保するため、1期後のデータで置き換えている。なお、絶対値の変化に関心があるため、特に各指標について産業平均等からの差は取っていない。

表7 敵対的TOBの事前・事後のパフォーマンス

Variable		事後						事前						平均値の差の検定		中央値の差の検定	
		Obs	Mean	Median	Std.dev.	Min	Max	Obs	Mean	Median	Std.dev.	Min	Max	Min	Max	Min	Max
パネルA：敵対的TOB全体		28	0.0286	0.0258	0.0528	-0.1563	0.1315	0.0399	0.0429	0.0406	0.0406	0.1122	0.1176	-0.0113	0.1176	-0.0171*	
ROE		28	-0.0421	0.0244	0.2447	-0.8582	0.2115	-0.0245	0.0442	0.2084	0.2084	-0.8582	0.1170	-0.0176	0.1170	-0.0198	
株主還元率		28	0.0316	0.0112	0.0444	0.0000	0.1314	0.0102	0.0001	0.0265	0.0000	0.1314	0.0214**	0.0214**	0.0214**	0.0111***	
投資比率		28	0.1014	0.0869	0.0818	0.0086	0.3380	0.0971	0.0726	0.0619	0.0137	0.2365	0.0043	0.0043	0.0043	0.0143	
従業員数		28	2065	1004	2359	46	9419	2127	1119	2448	44	9603	-62	-62	-62	-115	
パネルB：不成立案件																	
Variable		事後						事前						平均値の差の検定		中央値の差の検定	
		Obs	Mean	Median	Std.dev.	Min	Max	Obs	Mean	Median	Std.dev.	Min	Max	Min	Max	Min	Max
ROA		8	0.0362	0.0292	0.0244	0.0064	0.0883	0.0406	0.0440	0.0212	0.0040	0.0673	-0.0044	0.0673	-0.0148		
ROE		8	0.0353	0.0363	0.0425	-0.0297	0.0892	0.0537	0.0473	0.0451	-0.0210	0.1170	-0.0184	0.1170	-0.0110		
株主還元率		8	0.0418	0.0160	0.0569	0.0000	0.1314	0.0110	0.0117	0.0112	0.0000	0.0348	0.0309	0.0309	0.0043		
投資比率		8	0.1198	0.1095	0.0783	0.0210	0.2640	0.1113	0.1081	0.0683	0.0255	0.2002	0.0085	0.2002	0.0015		
従業員数		8	2169	2066	1820	186	4605	2233	2097	1970	182	5640	-64	5640	-31		
パネルC：成立案件																	
Variable		事後						事前						平均値の差の検定		中央値の差の検定	
		Obs	Mean	Median	Std.dev.	Min	Max	Obs	Mean	Median	Std.dev.	Min	Max	Min	Max	Min	Max
ROA		4	0.0174	0.0471	0.1284	-0.1563	0.1315	0.0302	0.0652	0.0967	-0.1122	0.1026	-0.0128	0.1026	-0.0181		
ROE		4	-0.3297	-0.3360	0.5652	-0.8582	0.2115	-0.2856	-0.1675	0.4263	-0.8582	0.0507	-0.0441	0.0507	-0.1685		
株主還元率		4	0.0726	0.0795	0.0673	0.0000	0.1314	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0726*	0.0000	0.0795		
投資比率		4	0.1067	0.1195	0.0740	0.0103	0.1775	0.1209	0.1115	0.0449	0.0817	0.1790	-0.0142	0.1790	0.0079		
従業員数		4	1081	645	985	478	2554	1183	817	905	586	2512	-102	2512	-172		

(表7つづき)

パネルD：ファイナシヤルバイヤー

	事後						事前						平均値の 差の検定	中央値の 差の検定
	Obs	Mean	Median	Std.dev.	Min	Max	Obs	Mean	Median	Std.dev.	Min	Max		
	ROA	19	0.0306	0.0308	0.0348	-0.0239	0.1264	19	0.0358	0.0403	0.0434	-0.1122		
ROE	19	-0.0440	0.0257	0.2143	-0.7753	0.1172	19	-0.0055	0.0447	0.2115	-0.8582	0.1170	-0.0385	-0.0190
株主還元率	19	0.0282	0.0097	0.0410	0.0000	0.1314	19	0.0122	0.0002	0.0302	0.0000	0.1314	0.0160	0.0095
投資比率	19	0.1097	0.0911	0.0915	0.0086	0.3380	18	0.0943	0.0588	0.0706	0.0137	0.2365	0.0154	0.0323
従業員数	19	1651	736	2170	46	8431	19	1778	705	2434	44	9603	-127	32

パネルE：ストラテジックバイヤー

	事後						事前						平均値の 差の検定	中央値の 差の検定
	Obs	Mean	Median	Std.dev.	Min	Max	Obs	Mean	Median	Std.dev.	Min	Max		
	ROA	9	0.0244	0.0224	0.0817	-0.1563	0.1315	9	0.0486	0.0481	0.0348	-0.0090		
ROE	9	-0.0382	0.0211	0.3144	-0.8582	0.2115	9	-0.0647	0.0394	0.2079	-0.4853	0.0764	0.0265	-0.0182
株主還元率	9	0.0389	0.0136	0.0528	0.0002	0.1314	9	0.0062	0.0000	0.0173	0.0000	0.0522	0.0328*	0.0136***
投資比率	9	0.0840	0.0844	0.0570	0.0103	0.1775	8	0.1033	0.0883	0.0387	0.0618	0.1549	-0.0193	-0.0040
従業員数	9	2937	2554	2631	637	9419	9	2862	2512	2449	636	8885	75	43

注1：TOBの成否は、買収案件で経営権の取得に至ったか否かで分類している。

注2：事前・事後の各数値については、各案件・各指標の平均値から各年・各業種の平均値を引いたものである。

注2：アスタリスク(*)は平均値の差に関するt検定、中央値の差に関するウィルコクソンの順位和検定の結果を表し、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。

また、フルサンプルのケースでは、買収発生前後においてROAの低下が観察される（パネルA：中央値4.29%→2.58%）。敵対的TOBにともなう経営の混乱の収束が図られていない様子が表れており、これは鈴木（2007）と同様の結果である。

なお、従業員数はいずれのパネルでも事後と事前の数値に統計的な変化の差は観察されなかった。敵対的買収はしばしば従業員の富を棄損おそれがあると指摘されるが、成功の有無、買い手の性質の差異に関わらず、少なくとも現状では「信頼の破壊」（breach of trust: Shleifer and Summers 1988）は発生していないと理解できる¹⁷⁾。

6 結論と展望

本稿では日本で行われた敵対的買収の経済的機能について、最新のデータを用いて検証を行ってきた。その結果、これまでの実証分析と同様、アンダーバリュエーションに陥っている企業や所有構造が流動的な企業がターゲットになる傾向があることが判明した。また、敵対的TOBというイベントは、株主にリターンをもたらしていることも確認された。ただし、買い手がフィナンシャルバイヤーとストラテジックバイヤーの場合で、その効果は異なり、買収後の親会社との事業連携によるシナジー創出がより期待できることから、後者の株価効果の大きいことも明らかにされた。

ターゲット企業の買収前後のパフォーマンスについては、一部の企業群において株主還元が充実する状況が観察された。もっとも、フルサンプルのケースで事後的なパフォーマンスが低下しており、全体として買い手が経営の混乱を収束できていない様子も示された。さらに、TOBの成否、買い手の性質の分類に関わらず、TOB後における雇用の削減は観察されず、敵対的TOBというイベントの発生が従業員との間の信頼を破壊しているという証拠は確認されなかった。

以上の分析結果からいかなるインプリケーションが導かれるであろうか。それは敵対的な買収が発生した場合、投資家にとっては、買い手の性質をまず見極めて、所有株式の売却（sell）、あるいは保持（hold）の判断をすることが重要となるという点である。同様に、従業員というステークホルダーにとっては、既存経営者、および買収者の経営政策の内容に注視して、引き続き会社側、買収者にプレゼンスを示し、買収に対する意見表明、あるいは交渉を行うことが求められる。

ところで今後、関連テーマで注目されるのは、これらTOBに発展したケースと大量保有にとどまったケースでは、いかなる差異はあるのかという点である。また、アクティビストのエンゲージメントの内容が、従来と異なったテーマを取り上げること

17) この結果は、1980年代米国における敵対的買収を検証し、雇用削減は本社部門のホワイトカラー従業員の一部に限定されるとしたBhagata et al. (1990) と整合的な結果である。

が多くなっているという状況も興味深い。これまでは株主還元の充実、取締役会の強化、あるいは不要資産の売却といったところが中心であったが、より中長期でのリターン、あるいは投資先企業に対する説得力を強化するという交渉上のテクニックの関係からか、ESG (Environment, Social, Governance) 関連について対話を求めるケースが増えてきているという¹⁸⁾。会社側には、それが本気のものなのか、あるいはトークンに過ぎないのか、アクティビストの真意を見極め、慎重に対応を行うことが不可欠であろう。

参考文献

【邦文】

- 新井富雄・日本経済研究センター編 (2007) 「検証日本の敵対的買収：M&A市場の歪みを問う」日本経済新聞社。
- 井上光太郎 (2008) 「アクティビストファンドの効果：日米比較」『証券アナリストジャーナル』第46巻第2号，56-66頁。
- 井上光太郎・加藤英明 (2007) 「アクティビストファンドの功罪」『経済研究』第58巻第3号，203-216頁。
- 川本真哉 (2018) 「アクティビストが会社にもたらす経済的効果：そのコストとベネフィットとは？」『企業会計』第70巻第5号，616-623頁。
- 胥鵬 (2007) 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」宮島英昭編『日本のM&A：企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』東洋経済新報社。
- 鈴木一功 (2007) 「敵対的買収者と企業経営」新井富雄・日本経済研究センター編『検証 日本の敵対的買収』日本経済新聞社。
- 田中亘・後藤元 (2020) 「日本におけるアクティビズムの長期的影響」『JSDA キャピタルマーケットフォーラム』第2期，115-161頁。
- 山崎尚志・山口聖 (2011) 「わが国株式市場における株価の長期パフォーマンスの測定方法の評価：BHAR法とCTP法の検証」Discussion Paper Series (神戸大学経営学部)，2011-9，1-27頁。

【英文】

- Bhagat, S., A. Sheilfer and R. W. Vishny (1990), "Hostile Takeovers in the 1990s: The Return to Corporate Specialization," *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, pp. 1-84.
- Bates, T. W., M. L. Lemmon and J. S. Linck (2006), "Shareholder Wealth Effects and Bid Negotiation in Freeze-out Deals: Are Minority Shareholders Left Out in the Cold," *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, pp. 681-708.
- Bethel J. E, J. P. Liebeskind and T. Opler (1998), "Block Share Purchases and Corporate Performance," *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 605-634.
- Boyson, N. M., N. Gantchev and A. Shivdasani (2017), "Activism Mergers," *Journal of Financial Economics*, Vol. 126, pp. 54-73.

18) 「迫り来るESGの波」『週刊東洋経済』2020年4月18日号。

- Bradley, M., A. Desai and E. H. Kim (1988), “Synergistic Gain from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp. 3–40.
- Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy and R. Thomas (2008), “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance,” *Journal of Finance*, Vol. 63, pp. 1729–1775.
- Chatterjee, S., J. S. Harrison and D. D. Bergh (2003), “Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing,” *Strategic Management Journal*, Vol. 24, pp. 87–96.
- Denis, D. J. and J. Serrano, “Active Investor and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 239–266.
- Holderness, C. G. and D. P. Sheehan (1985), “Raiders or Saviors?,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 555–579.
- Jensen, M. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,” *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323–329.
- Jensen, M. C. (1993), “The Modern Industrial Revolution: Exit and the Failure of Internal Control System,” *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831–880.
- Karpoff, J. M., P. H. Malatesta and P. A. Walkling (1996), “Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, pp. 365–395.
- Liu, B. (2016), “The Disciplinary Role of Failed Takeover Attempts,” *Journal of Financial Research*, Vol. 39, pp. 63–85.
- Manne, H. G. (1965), “Mergers and the Market for Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, Vol. 73, pp. 110–120.
- Mock, R., A. Shleifer and R. W. Vishny (1988), “Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers,” in A.J. Auerbach (ed.) *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press.
- Shleifer, A. and L. Summers (1988), “Breach of Trust in Hostile Takeovers,” in A.J. Auerbach (ed.) *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press.
- Yeh, T. (2014), “Large Shareholders, Shareholder Proposals, and Firm Performance: Evidence from Japan,” *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 22, pp. 312–329.

『南山経済研究』掲載論文の中で示された内容や意見は、南山大学および南山大学経済学会の公式見解を示すものではありません。また、論文に対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

(川本 真哉, E-mail: kawamoto@ic.nanzan-u.ac.jp)