



学位申請論文（要旨）

日本における敵対的買収の研究
～3層構造モデルによる発生要因の分析～

佐藤伊里
K00S304
(早稲田大学大学院アジア太平洋研究科博士後期課程)

平成 16 年 1 月 20 日（修正）

Characteristics of Hostile Takeovers in Japan
～A 3 Tier Model for Defining Takeover Cause～

Iri Serika Sato
(Graduate School of Asia-Pacific Studies, Waseda University, Doctoral Degree Program)

1. 目的

敵対的買収が何故、発生するのかという点に本稿は注目したい。米国では 1980 年代に敵対的買収が最も活性化し、件数ベースでは 1990 年代は減少したが、最近ではオラクル社が PeopleSoft 社に敵対的買収を堂々と仕掛けるなど、敵対的買収に関する関心が高まっている。他方、日本では 1980 年に発生した敵対的買収は全部失敗しているのに対し、2000 年から大型の敵対的買収が 3 件発生し、その内の 2 件が成功しているのである。このような流れから、日本では今後、敵対的買収が増加すると想定されるようになったと考えられる。このような考え方を理論的にまとめ、実証研究を通じて明確に、理由を探ることを目的に発生要因を研究テーマとする。

ここで、次の 2 つの仮説を提示する。

- ① 日本でも今後、「株主価値拡大主義」が進むにつれ、国内外から発生する敵対的買収が増加すると推測される。その理由は、企業に対する認識が「コーポレート・ガバナンス」や「株主価値拡大主義」の上陸により変化しつつあり、敵対的買収を誘発すると考えられるからである。
- ② 敵対的買収を誘発する発生要因はおおむね 3 層（経済的・歴史的要因、企業保有構造、企業財務特徴）から構築されると考えられる。

これら 2 つの仮説から、本稿では、『「敵対的買収は経済・歴史的要因、株主構造など企業保有構造に基づく要因、企業の保有する財務的特徴のいずれか、もしくは相関関係がある要因が交じり合った時に発生する」』ことを検証する。そして、これらを検証するにあたり、「日本においてはどのような企業が敵対的買収を受ける可能性があるか、その特徴を特定する」ことを研究目的とする。

本稿の研究結果から敵対的買収の発生要因を理解するにあたり、日本では「乗っ取り」と誤解されがちな敵対的買収に対しての正しい理解と、敵対的買収が日本経済の活性化に役立つ一つの投資手法であることを正式な学説として理解を求める。そもそも、このような研究目的は日本においては初めてである。また、経済の活性化の糸口が見えない現在では、敵対的買収が日本企業の経営の活性化に無結びつく要因でもあり、他方で敵対的買収が社会的に良い影響を与える可能性があることを側面から訴える事も重要であると考えられる。

2. 敵対的買収の発生要因の研究の重要性

次に、本稿の最大の目的である敵対的買収の発生要因を理解する事により、調査対象となっている国の企業経営に対して様々なメリットが与えられると思える。というのも、敵対的買収の発生要因に関しての研究は、Rosengren 氏が 1983 年～1984 年に限られた数の米国企業を対象に行ったのみであり、この期間以後においては、米国及び他国で同類の研究がなされていない。従って、筆者の試みは日本のみならず、米国を始め、ヨーロッパ及びアジアにおける各国の敵対的買収の（企業の）特徴を理解する事ができる事から、海外企業に対しても重要な研究であると考えられる。また Rosengren 氏の研究が米国の 100 社未満を対象にしていたのに対し、筆者の研究は 8 カ国を対象し、合計で 1500 社に及ぶ企業を分析の対象としている。更に、研究は 1) 被敵対的買収企業と買収企業と 2) 被敵対的買収企業と被友好的買収企業と二つの切り口から行っている。敵対的買収の研究に関しては、被敵対的買収企業と買収側の両側

を比較した研究は過去に存在しない。また、友好的買収と敵対的買収を比較する事により、敵対的買収の特徴がつかめ、結果の正確性及び信頼性が高められるだろう。そして、これらの結果はいかに各国で敵対的買収の発生要因は様々であり、また特徴が似ているかが理解できる。

更に、著者が試みる敵対的買収の発生要因の研究は、3層（経済的・歴史的要因（もしくは法律的要因）、企業保有構造、企業財務特徴）から構築されると考える事を前提にしている。従って、本稿は Rosengren 氏などが行った企業の特徴に加え、経済的要因、歴史的・法律的要因や企業の保有形態との関係を取り上げることにより、敵対的買収が発生する環境の全体像を理解することが可能になる。この切り口は、今までに日本のみならず、調査対象国にも存在しないことから、独創性や新奇性はともかく、敵対的買収分野の研究を開拓する目的としては貴重な結果が得られると思える。また、3層の切り口も、各層の相関関係を求める事が可能なことから、独創性に加え、研究結果の正確性が求められるのである。

3. 研究方法

本稿で試みる研究の手順を概説する。第1章は本研究の課題の提起、研究の目的と背景及び研究方法を概説する。第2章の「敵対的買収の背景」では敵対的買収に伴う定義、位置づけ、プロセスなどを明らかにする。3章では現在では定説になっている「敵対的買収に関する論理」を説明する。これらの論説を理解する上で、筆者が提案する敵対的買収の発生要因を割り出す3層構造の提案を行う。

第4章では、筆者が第3章で提案した「敵対的買収の3層構造」の第1層であるマクロ要因がどのように敵対的買収の発生に影響を与えているか概説する。ここでのマクロ要因によって、各国の歴史から形成される敵対的買収の発生の特徴を明らかにする。これら各国の歴史を理解することの重要性として、敵対的買収を阻止する法律や株式取得規制などの存在がわかることがあげられる。第5章では第1層のマクロ要因の歴史的要因に続いて**経済的要因**がどのように敵対的買収の発生に関係しているかを考察する。経済的要因とは金利や株式市場の動向の事を意味しており、これらが敵対的買収の発生とどのように連動し影響しているかを推測する。この結果から、経済的環境による影響が敵対的買収の発生をどのように促進、もしくは阻害するのかを理解できると考える。

第4章及び第5章のマクロ分析に続き、第6章では「3層構造」の第2層である企業構造分析を行う。第2章の「敵対的買収のプロセス」で説明したように、敵対的買収とは過半数以上の株式取得もしくは委任状取得が実現した時点で成功とみなされる。したがって、歴史的・法律的要因もしくは経済的要因などが敵対的買収を防止していても、株主の構造、即ち企業の株式保有形態が敵対的買収を阻害する可能性が存在すると考えられる。敵対的買収は株式取得から始まる事から、日敵対的買収企業の株主保有形態は敵対的買収の発生に大きな影響を与えている事が想定される。

第7章では「3層構造」の第3層である企業財務特徴の分析を行う。敵対的買収の発生要因に関しては、様々な見方があるものの、一般的には「割安感」が高いとか「体質が古い会社」などと思われる場合がある。しかしながら、これらの推測は定性的な見方であり、定量的な分析に基づいている訳でない。筆者は、実際に敵対的買収を受ける企業は買収側と比較した場合、ある一定の特徴をどのように保有しているのかを本章で検証する。更に、敵対的買収は戦略的買収が多いために「M&Aの延長戦」

と考えられる場合が多いことから一般的な友好的買収と異なった特徴があるのかどうかも理解する必要があると考える。したがって、被敵対的買収企業と被友好的買収企業を比較した場合、敵対的買収はどのように異なる特徴を保有しているのかを検証する。

企業レベルの発生要因の特徴を割り出すには最も適正な方法を構築する必要がある。敵対的買収の発生には企業の特徴でも様々な要因が重なったり、優先されるケースがあると想定されるので、様々な角度から検討して対応できる仕組みを採用する必要があると考える。ただし、発生要因の特徴が推測できたとしても、これらをどのように定量化していくかが分析のポイントになると思われる。筆者は下記の方法から敵対的買収の企業レベルの特徴を割り出し、最終的には分析が可能である定量化形態にまとめた。

第4章～第7章までは敵対的買収の発生要因をマクロレベルからミクロレベルまで考察し、各要因の相関関係を分析した。つづいて第8章では、これらの結果をもとに、海外及び日本における敵対的買収の成功例と失敗例の事例を考察し、更に個別での発生要因を詳しく検証する事を目的としている。また、これらの例は敵対的買収の成功プロセスを念頭に置きながら各要因がどのように敵対的買収の成功もしくは失敗に結びついているかに焦点を絞っている。事例研究に当たっては、国内外で発生した敵対的買収を抽出し、Out-In（3件）、Out-Out（2件）、In-In（1件）の各事例で敵対的買収に失敗もしくは成功した事例を中心に検証している。

これらの事例研究を通じて、第4章～第6章で検証した敵対的買収の発生要因を裏付けのほかに、今後日本における敵対的買収の成功方法が本稿に続く研究で導き出せると期待している。

第9章では主に筆者の3層構造の仕組みを元に検証した研究結果のまとめを概説する。続いて、第1章で提示した本稿の3つの仮説に対して、本稿の研究結果を元に答えを導き出す事を目的としている。

「第10章 結びに変えて：今後の課題と展望」では本稿の研究結果を元に、今後は経営学やM&A分野など諸学問分野のかかわり合いに触れながら全体を統括する。そして、本稿の研究結果を通じて、日本における敵対的買収の今後の課題や将来へ向けた展望を眺望する。

4. 研究結果

本論文は、第4章から第7章を通じて、敵対的買収の発生要因を検証するにあたり、次の2つの仮説を提示した。

- ③ 日本でも今後、「株主価値拡大主義」が進むにつれ、国内外から発生する敵対的買収が増加するであろう。その理由として、日本経済（マクロ）及び日本企業（ミクロ）は現在、敵対的買収を誘発する「発生要因」を多く有しているからである。
- ④ 敵対的買収の発生要因はおおむね3層（経済的・歴史的要因、企業保有構造、企業財務特徴）から構築されると考えられる。

これら2つの仮説から、本論文では、「敵対的買収は経済・歴史的要因、株主構造など企業保有構造に基づく要因もしくは企業が保有する財務的特徴のいずれか、もしくは

は相関関係がある要因が交じり合った時に発生する」ことを「敵対的買収の3層構造」を通じて定性的及び定量的な角度から検証した。これら検証結果を下記にまとめた。

日本での敵対的買収とは企業の特徴が単独で敵対的買収に影響を及ぼしている場合もあれば、金利や株主動向と相関関係がある特徴があることが明らかになった。日本の結果を各国での敵対的買収の発生要因と比較した場合、これら企業の特徴は、設立からの年数など日本独特の特徴があれば、売上高成長率など各国とも共通している特徴もある事が分かった。

ここで、本論文の2つの仮説に対して、下記の結論が得られた。

まず、仮説1、即ち「日本でも今後、『株主価値拡大主義』が進むにつれ、国内外から発生する敵対的買収が増加するであろう。その理由として、日本経済（マクロ）及び日本企業（ミクロ）は現在、敵対的買収を誘発する「発生要因」を多く有しているからである」との推測に対して、本論の結果では、マクロ要因とは関係なく、日本企業が有している企業特徴の内、売上高成長率や売上高経常利益率が同業者と比較して低い企業、また設立からの年数が長い企業などは、事業拡大の積極性に欠け、収益性の効率性が低いため、一般的には敵対的買収の対象になりやすいと考えられる。

第2の仮説である「敵対的買収の発生要因はおおむね3層（経済的・歴史的要因、企業保有構造、企業財務特徴）から構築される」との考えに対しては、

「敵対的買収は経済・歴史的要因、株主構造など企業保有構造に基づく要因もしくは企業が保有する財務的特徴のいずれか、もしくは相関関係がある要因が交じり合った時に発生する可能性が最も高いが、企業の異なる特徴がそれぞれ優先的に働く場合でも、敵対的買収を発生させる単独の要因であるとは本研究結果からは断言できない。しかし、3層構造の1つの要因が欠けた場合、敵対的買収は発生し難いと考えられる。