

テークオーバー市場の経営規律機能

柏 木 敏

要 旨

所有と経営が分離している大会社では、株主と経営者との間にエージェンシー問題が存在する。その原因は、株主と経営者では各自が保有する資産のリスクに対する態度が異なるためである。エージェンシー問題の解決法としては、インセンティブ報酬、取締役会のモニタリングなどの内部統制メカニズム、あるいは、債権者、株主によるモニタリング、経営者労働市場、テークオーバーなどの外部統制メカニズムがある。なかでも、テークオーバーは、最も強力な経営規律メカニズムであるといわれている。

活発なテークオーバー市場をもつアメリカでの実証分析によれば、テークオーバーが非効率的な経営者を排除するだけでなく、取締役会のリストラクチャリングにも寄与しており、内部統制メカニズムを補完していた。内部統制メカニズムを有効に機能させることが難しいことから、テークオーバー規制は、経営者をその脅威から解放させることによりエージェンシー問題を悪化させるおそれがある。

目 次

- | | |
|---------------------------|--------------------------|
| I. はじめに | 3. 取締役会のリストラクチャリング |
| II. エージェンシー問題の発生と統制メカニズム | 4. テークオーバー市場の衰退と経営規律の弱体化 |
| III. テークオーバーと経営者交代 | IV. 結 び |
| 1. 経営者交代率 | |
| 2. テークオーバー前パフォーマンスと経営者交代率 | |

I. はじめに

コーポレート・ガバナンス論は企業行動のあり方を、株主、債権者などの会社に対する様ざ

まなステークホルダーの観点から論じている。わが国と資本市場が十分に発達したアメリカ・イギリスのコーポレート・ガバナンスを比べると、誰が会社の行動を監視するかという点で大きな違いが存在する。周知のように、わが国で

はメイン・バンクが企業経営に深く関与し、そのモニタリング機能が日本企業の成功に大きく寄与してきたといわれている。一方、アメリカ・イギリスでは、株主、債権者のモニタリングとともに企業業績と連動させられた様ざまのインセンティブ契約や経営者労働市場での競争が存在する。そして、これらの市場メカニズムが効果的に機能しない場合には、最終的に、テークオーバーが経営者に対して市場規律を課している。

日本とアメリカのコルポレート・ガバナンスに関する Kaplan (1997) の分析は、どちらの場合にも、経営者の行動が企業業績に連動しており、株主からすれば好ましいパフォーマンスを示していたことを表している。すなわち、メイン・バンクという非市場メカニズムも、市場メカニズムと同様に企業経営を効率化させていたことが示されている。

しかし、メイン・バンク・システムは、市場メカニズムに比べると産業からの退出メカニズムが用意されていないという限界をもっている。また、最近の株式持ち合いの解消および企業の資金調達証券化は、銀行の企業への影響力を低下させており、メイン・バンク・システムが何よりも間接金融システム下でこそ機能しうるものであることを示している。さらに、銀行の不良債権増加による経営の圧迫により、無コストでモニタリング結果を提供することを難しくしていることも指摘されている。こうして、わが国では、特に、企業に対するモニタリングの在り方が重要にならざるを得ない。

テークオーバーの目的が市場規律以外のところにあると主張する重要な仮説も存在するが、本稿では、テークオーバーを企業に対する市場規律という側面から考察したい。われわれは前

稿 (1997) において、銀行テークオーバーに市場規律が作用しない一つの原因は、この産業に対するテークオーバーに制限が存在しているためであることを知った。本稿では、事業会社に対するテークオーバーに市場規律が働いているかどうかを考察する。以下、Ⅱ章で、所有と経営が分離している大規模会社においてコーポレート・ガバナンスがなぜ重要にならざるを得ないかを考察し、次に、テークオーバーが非効率的な経営者の排除に成功していたかどうかを検討する。

Ⅱ. エージェンシー問題の発生と統制メカニズム

古典的経済における企業は企業家によって支配されている。彼は資本の所有者としてリスク負担を行うと同時に、経営者として会社の意志決定にあたっている。ここでは、株主と経営者とが人格的に統一されており、彼は自己の利益のために最大限の努力を惜しまず、エージェンシー問題は存在しない。しかし、現代の大企業は多数の小規模株主によって所有されているのが普通である。一方、会社の経営は企業経営に関する専門知識を有する経営者に委ねられている。ここでは、リスク負担者としての株主と実際に経営に携わる経営者とが機能的に分離されている。経営者は自分の利益のためには努力を惜しまないが、株主のために全力を尽くすとは限らない。

現代の大会社において、資本の所有と支配の分離がなぜ生じるのか、そして、それが必然的現象であることが、Fama (1980) によって論じられている。Fama によれば、企業というものは、資本と労働という2種類の投入物を結

合し、産出物の販売によって生じた利益を、各投入物間に分配する方法を定めた契約の集合体である。したがって、ここでは資本の所有と企業の所有とは異なる概念である。すなわち、株主は契約の一当事者にすぎず残余財産に対する請求権者としてリスクを負担しており、一方、経営者は株主のエージェントとして企業経営に関わる意志決定の権限を与えられている。また、経営者は会社の各構成メンバーのパフォーマンスのモニターも行っている。彼らには、固定的報酬、あるいは、企業業績に連動したインセンティブ報酬が与えられている

所有と経営の分離は企業成長の過程において必然的現象ではあるが、リスク負担の配分という側面から説明することが可能である。会社の各投入物である資本と労働はそれぞれの競争市場を持っている。当然、企業の生産物に対する競争市場が存在している。ここで、もし企業が生産活動を効率的に行っていないのであれば企業自体の存続が不可能となり破綻する。このとき、労働者、経営者はそれぞれの市場において各自のサービスを販売できるが、株主はリスク負担者として破綻による損失を受け入れなければならない。しかし、株主は資本市場において資産の分散化を図ることが可能であるから、分散化によって破綻リスクに保険をかけることができる。こうして、資本の所有者はリスク分散が可能であることから、個別会社の活動に対するモニタリングに興味を示さなくなるのである。彼らにとって大切なことは個別企業の内容というよりは、リスク分散を可能にする効率的資本市場の存在である。

株主と経営者とのエージェンシー問題は、それぞれのリスクが分散化可能であるか否かによって生じる。株主は自己の資産を分散化でき

るのに対し、経営者の資産分散化には制約が存在する。なぜなら、経営者の資産は経営者としての能力を基にした人的資本と、経営者労働市場において決定される企業業績に連動した報酬だからである。人的資本はもちろん、彼らの報酬も企業のパフォーマンスに依存しておりリスクの分散が不可能である。ここで、経営者が自分の資産の分散化を図ろうとすれば、会社の資産を分散化させる以外に方法はない。

こうしたリスク分散の可能性は、株主と経営者のリスクに対する態度に大きな影響を与える。株主はリスク分散が可能であるから、積極的にリスクを負担し大きな利益を得ようとする。一方、経営者の資産は自分が雇用されている会社の存続に深く結びついており、さらに、報酬が固定的である場合には、立場が債権者のそれに近くなっている。したがって、株主に比べると経営者のリスクに対する態度は保守的になる。そのために、企業のリスク負担を減ずることにより、自らのリスクを減らそうとしている。こうした行動は結果的に株主の犠牲において、自分たちの富を増加させることになる。

株主と経営者の利益対立を、Byrd *et al.* (1998) は四つのタイプに分類している。第一は、Jensen and Meckling (1976) が問題にした経営者の努力である。経営者の持株が低下すると、株主価値創出の努力を怠ろうとする誘因がはたらくことが明らかにされている。第二は、会社経営に対する時間的視野の問題である。会社は無限の生命をもつものであるから、株主は無限の将来キャッシュ・フローに関心をもっている。一方、経営者は自分の雇用期間中のキャッシュ・フローにしか関心をもたない。したがって、たとえ長期的にみて価値のある計画であっても、資本市場が短期的に利益がない

と判断する場合には、自らの評価が下ることを恐れてこの計画を採用しようとししない。反対に、計画の初期において高いキャッシュ・フローが見込めるプロジェクトであれば、正味現在価値が低くてもこの計画を採用することがある。第三は、すでに述べたようにリスクに対する態度が異なることから生じる問題である。経営者はリスク分散化に制約をもっているために、会社資産を過度に分散化しようとする誘因をもっており、さらに、企業のリスクを減少させようとするところから、潜在的に利益のある投資機会を見逃し、株主の利益を逸する可能性がある。第四は、経営者による会社資産の浪費である。これは経営者の持株が少ないため、浪費のコストを株主に負担させることができることから生じている。経営者は役得のような個人的浪費にとどまらず、企業規模を拡大させることによって、自分たちの報酬や威信を高めようとする誘因をもっているのである。

株主と経営者との間にエージェンシー問題が存在するとき、経営者の側に職務を怠けたり、個人的費消を行おうとする誘因がはたらき企業価値が低下する¹⁾。エージェンシー問題を解決するために、株主と経営者の間でさまざまな契約が締結されるが、完全な契約を完成するためには膨大なコストを必要とする²⁾。このために、包括的契約を書くことができず不完全契約とならざるをえない。契約が不完全な場合、エージェンシー問題の一部が未解決のまま残り、それをコントロールするガバナンス構造が重要になる³⁾。

コーポレート・ガバナンスには、業績に連動した経営者に対するインセンティブ契約、内部統制メカニズムおよび外部統制メカニズムがある。インセンティブ契約には、経営者持株、報

酬がある。内部統制メカニズムは、取締役会による経営者に対するモニタリングである。また、外部統制メカニズムには、経営者労働市場における経営者に対する評価、大株主によるモニタリングがあり、さらに、これらのメカニズムのいずれもが効果的に機能しないのであれば、最終的に会社支配権市場におけるテークオーバーによってエージェンシー問題が解決される⁴⁾。内部統制メカニズムが十分機能せず企業価値がファンダメンタル価値よりも低下している場合、テークオーバーによって現在の非効率的な経営を行っている経営者が更迭され、最もふさわしい新経営者が任命されることによって、企業経営の効率化が図られることになるのである⁵⁾。

しかし、テークオーバーは次のような事情によってコストの高いエージェンシー問題の解決法である。レイダーはテークオーバーによってファンダメンタル価値の全てから利益を得るわけにはいかない。企業価値を v とすれば、新たな経営者の下での企業価値は $v + g$ となる。レイダーは株価 v でターゲット会社の株式をテークオーバーし、新経営者を雇用することによって、キャピタル・ゲイン g をうることができる。しかし、実際にはキャピタル・ゲインの全てを手に入れることはできない⁶⁾。第一に、少数株主にフリー・ライダー問題が生じ、買収価格が v よりも高くなってしまふからである。また、レイダーがテークオーバーを行うことは、他のレイダーに対して、当該会社が現在過小評価されていることを公にすることになり、やはり買収価格を上昇させるためである。さらに、テークオーバーに対してターゲット会社の現在の経営者が抵抗することも考えられる。彼らはテークオーバー・アナウンスメントが行われる

と、それを回避するためにより効率的経営に努めようとするかもしれない。あるいは、自社株の買入れによって企業買収の防戦に努めるかもしれない。そうすると、株価が上昇することになるので、レイダーは余計支払を多くしなければならなくなる。レイダーに対するテークオーバーの資産効果があらわれない原因の一つはこのためである。

フリー・ライダー問題は特に重要な概念である。テークオーバーのターゲットになった会社の株主は、テークオーバーに応募するか、あるいは、株主にとどまるかの選択権を持っている。もし、彼らがテークオーバーに応募せず株主にとどまれば、新経営者の下での企業効率改善の分け前を株価上昇という形で受け取ることができる。これをレイダーの立場からみれば、テークオーバーによる潜在的利益の全てを非応募株主に分け与えなければならぬことを示しており、テークオーバーから利益を得られないことを示している。

フリー・ライダー問題が存在し、新経営者の下での利益増加を全て手に入れることができないにもかかわらず、テークオーバーが活発に行われるのはどのような理由によるのであろうか。

第一の理由は、レイダーがテークオーバーで創出された利益を、希薄化という形で分散化させることが可能であり、そうすることによって、非応募株主に利益を分け与える必要がなくなることである。非応募株主の資産価値の希薄化の手段としては、1) レイダーが自分の報酬を引き上げる、2) ターゲット会社に新株を発行させ、それをレイダーが取得する、3) ターゲット会社の資産をレイダーが関係する会社に、有利な条件で売却する、4) ターゲット会

社が生産した商品をレイダーが関係する会社に有利な条件で売却することである。しかし、非応募株主の財産権の希薄化が認められなければテークオーバーが行う誘因がなくなる。

第二の理由は、フリー・ライダー問題を回避するために、ターゲットの株主にテークオーバーの意図を隠し、旧経営者の下で成立した株価によって株式を集めることが可能なためである。しかし、株式の異動の開示を求めるような規制が行われると、テークオーバーの意図が公けになり株価が上昇し、テークオーバーのコストを高めるという結果になる。

テークオーバーにはいくつかのブームがあったが、1980年代におけるテークオーバー市場の急成長は第4次ブームとよばれ、会社経営を投機的にすることにより、産業に対して好ましくない影響を与えるとして批判を浴びた⁷⁾。この時期の特徴は、敵対テークオーバーの増加、大規模化、レイダーという専門的職業の出現などにみられる。特に、テークオーバーの大規模化はジャンク債市場という金融技法を生みだし、会社売買を投機の対象にすることになった。テークオーバーに対しては現金による買付自体には規制が加えられていなかったが、経営者の政治的運動により1980年代後半にテークオーバーを規制する法が制定され、テークオーバーの効果的実行が難しくなった⁸⁾。また、ジャンク債市場の崩壊と景気後退によって、1989年後半から1990年にかけてテークオーバー市場は急速に衰えていった。たとえば、1988年のテークオーバー市場の売買高は3,400億ドルだったが、1991年には、960億ドルに急減した。テークオーバー市場の衰退は、会社経営に対する市場規律機能を弱体化させることになった⁹⁾。

Ⅲ. テークオーバーと経営者交代

1. 経営者交代率

企業パフォーマンスが悪化したとき、責任を負うべき経営者は最高経営責任者 (CEO)、社長あるいは、会長などのトップ経営者である。ここでは、これら役員との交代と企業パフォーマンスとの間に何らかの関係が存在するかが考察される¹⁰⁾。

1963～1978年における NYSE, AMEX 上場269社を対象にした Warner *et al.* (1988) の調査によれば、トップ経営者の交代が567回、1社当たり0.183回の交代がみられた。当初269社あったサンプルは1978年末には137社に減少しており、そのうち、経営者の変化が全くなかったのは9社、6.6%にすぎなかった。1～5回までの変化が最も多く、全体の85%を占めている。

Martin and McConnell (1991) の1958～1984年における253件のテークオーバー前後のCEOの変化をみると、テークオーバー前5年間の平均変化率は約10%であったのに対し、テークオーバー後の2年間の平均は約30%であった。特に、テークオーバー後1年間で約42%の変化がみられた。テークオーバー直後にトップ経営者の交代が促されることを経営規律と定義するのであれば、その数は141件であり、その他を非経営規律と定義すれば112件であった¹¹⁾。

しかし、テークオーバー後の経営者交代であっても、経営規律以外の要因によるものが十分考えられるのであり、この判断の方法ではバイアスが生じるおそれがある。そこで、公にさ

れた経営者交代の理由によって、その経営者交代が経営規律であったかどうかを判断しよう。表1は Warner *et al.* (1988), Martin and McConnell (1991) に記載されているトップ経営者退職の理由である。Warner *et al.* (1998) では、定年、社内でのポジションの移動、大株主の異動によるトップ経営者の交代、健康上の理由、死亡を強制的退職とみなさず、残りの27.8%の退職が経営規律であると仮定されている。Martin and McConnell (1991) の調査結果は、テークオーバー・アナウンスメント1年後にみられたCEO交代の理由である。最も大きな理由は、テークオーバーによる会社支配権の変化によるもので全体の53.0%を占めている。これは明らかに経営規律と判断される。その他に、早期退職、経営政策の相違、解雇、その他理由も経営規律と容易に判断しうるから、これらを加えると、経営者交代の68.5%が経営規律によるものであると考えられる。さらに、現経営者が更迭された後、新たに就任した経営者の出身をみると、その55.7%が外部者による就任であった。二つの調査を比較すると、Warner *et al.* の方が経営規律と判断される経営者交代がかなり少ない。それは、Martin and McConnell がCEOの交代だけを対象としているのに対して、Warner *et al.* では経営に責任をもっていると考えられるより広い経営者を対象としていることからきているのかもしれない。

2. テークオーバー前パフォーマンスと経営者交代率

テークオーバーの経営規律機能を実証する方法は、テークオーバーのターゲットになった会社のテークオーバー前パフォーマンスを分析

表1 トップ経営者交代の理由

	Warner <i>et. al</i> (1988) 1963~1978 (%)	Martin and McConnell (1991) 1958~1984 (%)
定年	31.3	7.2
会社内で他のポジションへ移動	24.8	3.6
理由なし	15.2	15.7
大株主の異動	5.7	-
会社支配権の変化	-	53.0
死亡・健康上の理由	10.5	-
業績の悪化	4.3	-
その他の動機	3.0	7.2
別会社でポジションを獲得	2.6	2.4
経営政策上の意見の相違	2.2	2.4
解雇	0.4	3.6
早期退職	-	4.8

し、パフォーマンスの悪化が経営者交代を促したかどうかを吟味することである。テークオーバー前のパフォーマンスと会社統制メカニズムの関係については、いくつかの研究が行われている。

たとえば、Warner *et al.* (1988) は、最高経営責任者 (CEO) だけでなく、経営に対して責任をもっている経営者の交代とテークオーバー前のパフォーマンスとを分析して、パフォーマンスの悪化が経営者の交代を促していることを発見した。

Warner *et al.* では、1963~1978年の期間に行われたテークオーバーのうち、経営者交代のアナウンスメントが『ウォールストリートジャーナル』誌に掲載された351件が対象にされている。

表2はテークオーバー・アナウンスメント前の月次異常収益率を、CEO交代、外部者によるトップ経営チームへの就任、強制退陣に分けて掲載したものである。アナウンスメント前のパフォーマンスは、トップ経営者が強制退陣させられた場合が最も悪く、アナウンスメント前

12カ月から7カ月までで、-14.7%の累積平均異常収益率を示していた。また、同期間に、CEOが交代したグループ、外部者がトップ経営チームに就任したグループにもパフォーマンスの悪化が生じていたことがわかる。この研究では、会社パフォーマンスの悪化に対して経営者交代が行われることを確認しているが、交代を促すメカニズムそのものについては言及されていない。トップ経営者の単なる交代に比べると、後任への外部者の就任、強制退陣は、取締役会のモニターというよりは、テークオーバーによって生じたものと考えられる¹²⁾。

経営規律からみると、取締役会による内部統制メカニズムは、テークオーバーに比べて効果的とはいえないことは、Morck *et al.* (1989) によって指摘されている。Morck *et al.* は、1980年時点の Fortune500社のうち、市場で売買が行われている454社からテークオーバーが行われていた82社をサンプルとした。サンプルを、テークオーバーにあたって、相手方会社の抵抗を受けたかどうかで、敵対テークオーバー37件と友好テークオーバー32件に分割した。一

表2 経営者交代と異常収益率：1963～1978

(単位 %))

イベント月	ウォール・ストリート 紙に掲載された変化 (276件)	CEO交代 (91件)	外部者のトップ経営 チームへの就任 (46件)	強制退陣 (53件)
-36~-31	0.05	1.18	-2.29	-3.49
-30~-25	-1.44	-5.49	-3.62	-9.39*
-24~-19	-1.68	-2.23	-1.93	-5.64
-18~-13	0.71	1.38	1.02	-2.92
-12~-7	-5.02**	-6.67*	-7.18**	-14.67**
-6	-0.06	-0.57	1.31	1.28
-5	-0.91	0.38	-1.15	-2.40*
-4	-0.01	-0.38	-2.60	-1.87
-3	0.28	-0.63	0.30	-0.90
-2	-0.52	-0.81	-1.29	-2.87**
-1	0.14	1.12	1.17	0.79
0	-0.25	-1.29	0.31	-2.02
1	-1.25**	-2.80**	-2.28	-2.43*
2	-0.94	-0.67	0.66	-1.77
3	-0.51	-1.09	-0.84	-2.50
4	-0.05	-0.10	0.42	1.66
5	-0.16	-0.13	0.22	-1.88
6	-0.32	-0.62	-0.41	-1.65
7~12	-0.03	-1.25	-5.41	-0.67

注) *0.10水準で有意, **0.05水準で有意

〔出所〕 Warner et al. (1988), p. 485.

方、内部統制メカニズムの実証としてアニュアル・レポートにサインしていた経営者の交代に注目した。アニュアル・レポートは会社業績をあらわしているから、ここにサインした経営者は会社に対して最も積極的に関与しており、彼等に対して取締役会のモニタリングが行われているはずである。したがって、アニュアル・レポートにサインした全経営者の交代87件は、取締役会による内部統制メカニズムによるものである。

1978～1980年の期間の計測結果表3によれば、完全経営者交代、敵対、友好各テークオーバーの各ターゲットの異常収益率は、それぞれ、-7.3%、-11.3%、-5.6%であった。一方、経営者に変更のなかった会社のそれは、5.2%であるから、これらグループにパフォー

マンズの悪化がみられることは明らかである。ここで、同時期、それぞれのサンプルが属している産業の異常収益率を求めると、完全経営者交代グループ、1.38%、敵対テークオーバー・グループ、-8.5%、友好テークオーバー・グループ、9.4%であった。これより敵対テークオーバー・グループは、産業自体のパフォーマンスが悪化しているのに対して、完全経営者交代、友好テークオーバーの各グループは健全産業にあって、パフォーマンスが悪化した企業であるといえる。

Morck et al. は、取締役会によるモニタリング活動が健全な産業に対してのみ有効であり、さらに、創業者や独裁的経営チームが支配している会社では機能しそうもないと主張している¹³⁾。一方、敵対テークオーバーは、経営の

表3 経営支配権の変化前の会社パフォーマンス

パフォーマンス	完全な経営者交代 (%)	敵対テークオーバー (%)	友好テークオーバー (%)	経営者に変化なし (%)
異常収益率, 1978~1980	-7.29	-11.30	-5.61	5.19
産業の異常収益率, 1978~1980	1.38	-8.50	9.44	0.51
産業効果調整異常収 益率, 1978~1980	-7.14	-5.31	-14.9	5.07

〔出所〕 Morck *et al.* (1989), p. 846.

表4 テークオーバー前の経営規律ターゲットのパフォーマンス: 1958~1984

サ ン プ ル	会社数	累積平均異常収 益率 (%)	産業効果調整 累 積 平 均 異常収益率(%)
テークオーバー・ターゲット全体	253	4.31 (1.03)	-6.64 (-1.38)
トップ経営者に交代があったテークオーバー・ター ゲット	141	-2.93 (-0.51)	-15.38 (-2.76**)
トップ経営者に交代がなかったテークオーバー・ ターゲット	112	13.41 (2.64**)	4.35 (0.69)
トップ経営者交代の理由が支配権の変化, 解雇, 経 営政策の相違, 早期退職, 個人的理由, 他会社で 同程度の地位や就任であったテークオーバー・ ターゲット	71	-9.11 (-1.39)	-21.29 (-3.36**)
トップ経営者に交代がなかったか, 交代理由が早期 退職, 買収会社で高地位に就任したテークオー バー・ターゲット	126	13.22 (2.84**)	3.28 (0.55)
交代した経営者の後任が外部者であったテークオー バー・ターゲット	77	-0.96 (-0.15)	-16.76 (-2.69**)
交代した経営者の後任が内部者であったテークオー バー・ターゲット	46	-5.07 (-0.51)	-14.28 (-1.25)

注1) テークオーバー・アナウンスメント前48カ月から3カ月までの累積平均異常収益率, カッコ内はt-値

2) **0.01水準で有意

〔出所〕 Martin and McConnell (1991), p. 679.

効率化が見込まれるのであれば, どのような会社でもターゲットになりうるから, 内部統制メカニズムよりも効果的である。しかし, ここでは, テークオーバーと経営者交代との詳細が明らかにされていない。

Morck *et al.* (1989) では, テークオーバーによる経営者交代を分析していなかったが, Martin and McConnell (1991) は,

テークオーバー後に CEO が交代したターゲット会社とそうでなかったターゲット会社のテークオーバー・アナウンスメント前の株価パフォーマンスを分析している。彼らの定義にしたがって, 前者を経営規律サンプル, 後者を経営非規律サンプルとすると, 表4にみられるように, それぞれのテークオーバー・アナウンスメント前48カ月から3カ月までの46カ月間の累

表5 経営規律と株価パフォーマンス：1958～1984

	経営規律 (%)	非経営規律 (%)
累積平均異常収益率	-9.11 (-1.39)	+13.22 (2.84**)
産業効果調整累積 平均異常収益率	-21.29 (-3.36**)	+3.28 (0.55)

注1) テークオーバー・アナウンスメント前48カ月から2
カ月までの累積平均異常収益率

2) カッコ内はt-値, **は0.01水準で有意

[出所] Martin and McConnell (1991), p. 679.

積平均異常収益率は、-2.93%、+13.41%を示しており、その格差-16.34%は統計的に有意であった。

Morck *et al.* (1989) にしたがって、産業効果を調整すると、経営規律グループの累積平均異常収益率は、-15.38% ($t = -2.76$) で統計的に有意だったが、非経営規律グループのそれは、+4.35% ($t = 0.69$) で統計的に有意でなかった。この結果は、経営規律グループのパフォーマンスが産業平均よりも劣っていることを表している。こうして、レイダーはターゲット会社のCEOを交代させる場合の判断として、テークオーバー前のパフォーマンスを利用していることがわかった。そこには産業効果が存在しており、同産業の平均的パフォーマンスより劣っている会社が経営規律テークオーバーのターゲットとなっていることが確認されたわけである。

これまでは、経営規律の基準としてテークオーバー後におけるCEO交代の有無によって、ターゲットを経営規律、非経営規律に分けてきた。しかし、CEOの交代の中には、当然、経営規律と関係のないケースも含まれているはずである。そこで、CEO交代について公にされた理由に基づいてターゲットを分けなす必要がでてくる。すなわち、表1において、

CEO交代の理由が、会社支配権の変化、早期退職、経営政策の相違、解雇、その他理由、他会社への転職であるばあいを経営規律とする。また、テークオーバー後2年間にCEOの交代がなかったか、あるいは、通常の退職の時を非経営規律とする。各サンプルについて累積平均異常収益率、産業効果調整累積平均異常収益率を求めると表5のようであった。推定結果は、もとの分類の仕方とほとんど変わることがなかった。さらに興味深いのは、表4の解任されたCEOの後任者の出身についての分析である。内部出身よりも外部者の就任の方が経営者に対する規律としては強いように思われる。しかし、テークオーバー前のパフォーマンスに、新たに任命されたCEOの出身による差異はみられなかった¹⁴⁾。

3. 取締役会のリストラクチャリング

テークオーバーはトップ経営者の更迭、新経営者の選任だけでなく、トップ経営者をモニターする取締役会の構成に対しても影響を及ぼしている。Kini *et al.* (1995) は、取締役会を内部者が中心になっている取締役会と外部取締役が中心となる取締役会に分けて、テークオーバーがその構成にどのような影響を与えているかを調べている。

表6は、各取締役会を、トップ経営者が交代したターゲット会社となかったターゲット会社に分け、それぞれについてテークオーバー前の48カ月から3カ月のパフォーマンスとの関係を求めたものである。表6をみると、内部者が中心となっている会社で、トップ経営者の交代があった会社のテークオーバー前パフォーマンスが悪いことがわかる。また、別に行われたトップ経営者交代確率とテークオーバー前のパ

表6 ターゲットの取締役会の構成とテークオーバー前パフォーマンス

	会社数	市場調整累積異常収益率 (%)
内部者が中心となっている取締役会		
トップ経営者に交代があったターゲット	67	-8.19 (-1.09)
トップ経営者に交代がなかったターゲット	55	23.02* (3.45)
格差		-31.21* (-3.50)
外部取締役が中心となっている取締役会		
トップ経営者に交代があったターゲット	74	-7.30 (-1.07)
トップ経営者に交代がなかったターゲット	48	8.81 (1.06)
格差		-16.11 (-1.55)

注1) 期間は1958-1984年

2) カッコ内はt-値, *は0.01水準で有意

[出所] Kini *et. al.* (1995), p. 393.

パフォーマンスとのロジット分析によっても、この関係が確認されている。

取締役会はトップ経営者に対するモニタリングを行っているが、取締役会メンバーのうち、会社内部から就任した取締役はCEOの影響下にあることが考えられる。そうであれば、テークオーバーは、取締役会メンバーの更迭をも求めるはずである。取締役会の規模、構成をテークオーバー・アナウンスメント前後で比べてみよう。表7をみると、ターゲットの29.9%に、テークオーバー・アナウンスメント前4年から1年の間にCEOの交代が生じていたが、アナウンスメント前年から2年後までの3年間に57.8%のターゲットにCEOの交代があった。その格差は0.01水準で有意とされている。テークオーバーによる内部取締役の解任は、アナウンスメント前の期間で取締役会規模の9.2%であり、また、アナウンスメント後に12.9%に増加を示しており、その格差も0.01水準で有意であった。一方、内部者の就任も同様の傾向にあ

ることわかる。要するに、内部取締役の交代は、テークオーバー後に大きくなるといえる。

外部取締役についてみると、テークオーバーアナウンスメント前の解任比率が17.7%、アナウンスメント後で35.3%であり、格差17.6%は0.01水準で有意である。一方で、取締役の就任比率はテークオーバーアナウンスメント前後で変化はなかった。

テークオーバーは、また、取締役会の構成、規模に対しても影響を及ぼしている。サンプルの取締役会を、テークオーバー後にCEOの交代があったグループとなかったグループに分ける。そして、Martin and McConnell (1991)と同じく、CEO交代のあった方を経営規律グループ、そうでない方を非経営規律グループと呼ぼう。

内部者の退任をみると、経営規律グループ14.88%、非経営規律グループ10.08%であり、その格差4.8%は0.01水準で統計的に有意であった。一方、取締役の就任についてみる

表7 経営者交代率：1984～1988, 1989～1993

	期 間	経営者交代があった会社の比率 (%)	χ^2 テストのp値
トップ3経営者全員の交代	1984～1988	23.3	0.07
	1989～1993	16.1	
CEOの交代	1984～1988	39.2	0.34
	1989～1993	34.4	

〔出所〕Mikkelson and Partch (1997), p. 214.

と、経営規律グループの方が大きく、格差は統計的に有意であった。したがって、CEOが交代すると、取締役会における内部取締役も交代することがわかる。

外部取締役の構成に対するテークオーバーの影響は、その退任を促すことである。それは、経営規律の退任比率が39.7%であり、非経営規律のそれを約10.5%も上回っていたことに示されている。また、非経営規律の退任と就任との格差は11.3%で、0.01水準で統計的に有意であった。取締役会の規模をみると、経営規律グループでは、テークオーバー後に1.7%の縮小がみられた。続いて、外部取締役比率のテークオーバー前後の変動をみると、テークオーバー後に約7%の減少がみられる。総合すると、テークオーバーはCEO交代があった会社の取締役会を縮小させ、それは外部取締役の減少になってあらわれている¹⁵⁾。

4. テークオーバー市場の衰退と経営規律の弱体化

既に述べたように、テークオーバー市場は規制の強化、経営者の抵抗、あるいは買収資金の調達が困難になったことから、1980年代後半になると大きく衰退した。テークオーバーの衰退が、経営者に対する市場規律を弱めたことはJensen (1993) によって示唆されている。Mikkelson and Partch (1997) はこの問題

を、テークオーバー市場が活発だった1984～1988年の期間と同市場が衰退した1989～1993年の期間で、会社パフォーマンスと経営者交代との関係に変化がみられたかどうかを分析することによって明らかにした。

表7は両期間のトップ経営者全員とCEOの交代率を比較したものである。テークオーバーが活発な期間のトップ経営者全員の交代率23.3%に対して、不活発な時期のそれは16.1%であり、その格差は統計的に有意であった。CEOについても交代率の低下がみられるが統計的にみて有意ではなかった。したがって、トップ経営者に関する限り両期間で交代率の低下がみられたわけである。

次に、表8はこの経営者交代率と企業の産業、規模調整済みの株式収益率によるパフォーマンスとの関係を表している。1984～1988年の期間では、パフォーマンス最低四分位グループの27.7%、最高位四分位グループの14.9%にトップ3経営者の交代がみられ、交代率はパフォーマンスの悪い方が良い方の2倍であった。一方、1989～1993年の期間では25.5%、11.8%で、どちらの期間も変わりがみられない。しかし、CEO交代についてみれば、様子が異なる。1989～1993年の期間についてみれば、交代率はパフォーマンスが悪いグループの39.2%、良いグループの33.3%となっており、経営規律が低下していることを示している。し

表8 経営者交代と株式収益率：1984～1988, 1989～1993

	期 間	パフォーマンスの 最低四分位 (%)	パフォーマンスの 最高四分位 (%)	χ^2 テストの p 値
トップ3経営者全員の交代	1984～1988	27.7	14.9	0.13
	1989～1993	25.5	11.8	0.08
CEOの交代	1984～1988	44.7	27.7	0.09
	1989～1993	39.2	33.3	0.54

〔出所〕 Mikkelson and Partch (1997), p. 216.

表9 トップ3経営者の完全交代に関するロジット分析結果

パフォーマンス変数	係 数 推 定 値			
経常収入／資産	-4.34 (0.10)			
資産の時価・簿価比率		-0.48 (0.06)		
株式収益率			-1.29 (0.16)	
正味収入／資産				-3.81 (0.23)
ダミー変数：1989-1993	-0.45 (0.13)	-0.45 (0.13)	-0.51 (0.11)	-0.44 (0.13)
ダミー変数：1989-1993×パフォーマンス	8.01 (0.02)	0.87 (0.01)	-1.86 (0.20)	3.39 (0.35)

注) カッコ内はp-値

〔出所〕 Mikkelson and Partch (1997), p. 220.

かし、パフォーマンスが各グループで、両期間にどのような変化があったかは明らかにされない¹⁶⁾。

経営者交代に対するテークオーバー活動の変化が及ぼす影響は、両期間を含めたロジット分析によって行われた。そこでは、テークオーバーが不活発な時期をダミー変数としている。ダミー変数を利用することによって、企業固有のパフォーマンスを分離して、この期間だけの影響を把握することができる。また、1989～1993年の期間のダミー変数と会社パフォーマンスの積を変数に加える。この相互作用ダミー変数は、両期間のパフォーマンスに対する経営者交代の感応度の変化を測定している¹⁷⁾。表9のロジット分析結果によれば、経営者交代は、株

式収益率と負の関係を示していたが統計的に有意ではなかった。しかし、経常収入／資産、資産の時価・簿価比率で計ったパフォーマンスとは、負の関係をもち統計的にも有意であった。テークオーバーが不活発な期間のダミー変数は負であり、統計的に有意でなかった。相互作用ダミー変数は正で、統計的に有意だった。したがって、この期間では、経営者交代と会社パフォーマンスとの間に存在していた負の関係が消えている。これは、パフォーマンスと経営者交代との間に何ら相関関係がないことを示している。

こうして、テークオーバー市場が活発であれば、テークオーバー前パフォーマンスと取締役の交代との間に関係が存在し、テークオーバー

が経営者の行動に規律を課していることがわかった。それは単にトップ経営者を交代させるにとどまらず、取締役会の構成、規模にまで及んでいる。取締役会が内部統制システムとしてトップ経営者をモニターしているとするれば、テークオーバーは取締役会のモニターをも行っているのである。

IV. 結 び

現代の大会社では必然的に所有と経営の分離が生じ、株主と経営者との間にエージェンシー問題が発生する。本稿において、エージェンシー問題に対する外部統制メカニズムとしてのテークオーバーを考察した。アメリカのような市場型システムでは、テークオーバーが経営者の非効率的行動に対して一定の規律を課していたことがわかった。テークオーバーは、経営者だけでなく、取締役会をもモニターしており、内部統制メカニズムを補強していた。テークオーバーの抑制を目的とする規制は、現経営者の地位をその脅威から遠ざけることによって、企業、さらには、経済の効率化を妨げる結果となるであろう。

しかし、テークオーバーに問題がないというわけではない。たとえば、テークオーバーに対するフリー・ライダー問題が生じ、そのコストが高くなることであり、この問題を回避しようとすれば非応募株主の資産を希薄化せざるをえないことである。また、テークオーバー自体が、フリー・キャッシュ・フローの浪費をもたらし、テークオーバーそのものが新たなエージェンシー問題を発生させる可能性もある。これらの問題については、稿を改めて考察したい。Prowse (1995) は銀行テークオーバーの

市場規律が弱い理由をテークオーバーに制限が加えられているためであると論じていたが、事業会社に対するテークオーバーに対しても制限が加えられるようになり経営者に対する規律効果が弱くなってきていることがわかった。

日本においては、これまで銀行のモニタリング機能が評価されてきたが、もともと成長経済の下では、エージェンシー問題はそれ程、重要でなかったと思われる。また、株式持ち合いの下で銀行は株主あるいは預金者どちらの立場でモニターしていたのかも問題であると思われる。さらに、わが国の場合、テークオーバーという形での退出メカニズムが用意されていないことがアメリカと大きく異なっている。

注

- 1) Jensen and Meckling (1976), 参照。
- 2) Hart (1995), 参照。これらの取引コストは、次の三点である。第一に、契約期間中におこりうるさまざまな事態を考慮し、その対処法を立案するコストである。次に、立案について他の人々と交渉するコスト、さらに、紛争が生じたとき、第三者による強制が可能なように契約を書くコストである。
- 3) ガバナンス構造は、契約で定められていない意志決定メカニズムである。Hart (1995), 参照。
- 4) どの内部統制メカニズムが採用されるかは、企業価値極大化を目的にして企業内部において決定される。一方、外部メカニズムは企業の外部で決められ、企業価値の極大化とは関係なく決められる。Agrawal and Knoeber (1996), pp. 378-379. 参照。
- 5) 最初に、テークオーバーのコーポレート・ガバナンスに対する影響を論じたのは Henry Manne であるが、Morck *et al.* (1988) はトービンの q を用いて同様の説明を行っている。
- 6) フリー・ライダー問題とその解決法については、Grossman and Hart (1980), を参照。
- 7) Jensen (1993), pp. 851-852, Gaughan (1996), pp. 40-48 参照。
- 8) カージャラ (1991), 116-119頁参照。
- 9) Jensen (1992), およびミングロム他 (1992), 邦訳 p. 581. 参照。
- 10) ここではアメリカにおけるテークオーバーによる経営者交代を考察する。イギリスにおける研究は、Franks and Mayer (1996), Kennedy and Limmack (1996), があるが、アメリカとは異なりテークオーバーと経営者交代との関係は認めているが、ターゲットになった会社のテークオーバー前パフォーマンスの悪化を発見してい

- ない。
- 11) Denis and Denis (1995) も、1985～1988年の期間に、経営者交代がみられないのは1,689社のうち909社、53.8%であり、少なくとも、経営者交代が1回あったことを報告している。また、Mikkelson and Partch (1997) は、経営者交代がテークオーバー活動の活発な時期に多かったことを発見している。
- 12) 後任が外部から就任した場合、経営規律がより強いと思われる。しかし Kini *et al.* (1995) では、後任に外部者が就任しても経営規律は強くないことを示している。
- 13) Morck *et al.* (1988) をも参照。
- 14) Morck *et al.* (1988) では、テークオーバーを敵対と友好に分けて、敵対テークオーバーを経営規律テークオーバーとしたが、Martin and McConnell は、彼らの基準にあわせて、それぞれの経営者交代率、テークオーバー前のパフォーマンスを分析した。それによれば、経営者交代は敵対、友好テークオーバーで相違はなかった。また、テークオーバー前のパフォーマンスは、敵対テークオーバー6.45%、友好テークオーバー2.15%で、しかも、統計的に有意義ではなかった。したがって、敵対、友好というテークオーバーの分け方と経営規律とは対応していないことになる。
- 15) 内部者が中心となっている取締役会では、メンバーがテークオーバー前の10.8人からテークオーバー後の9.83人に減少している。その減少分は内部取締役の減少によるものである。一方、外部者が中心となっている取締役会では、テークオーバー前の11.52人から9.85人にメンバーが減少している。その減少は外部取締役の減少によるものである。Kini *et al.* (1995), pp. 404-407. 参照。
- 16) パフォーマンスとして経常収入/資産という会計データを利用しても、テークオーバー市場が活発な時期に、パフォーマンスが劣る会社の経営者交代率が高かったことが報告されている。Mikkelson and Partch (1997), p. 215. 参照。
- 17) ロジック回帰式において、経営者の持株比率、CEO 年令のダミー変数、企業の総資産、総負債/総資産、取締役会規模、外部取締役比率が加えられている。

参考文献

Agrawal, Anup and Charles R. Knoeber (1996), "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, pp. 377-397.

Bhide, Amar (1993), "The causes and consequences of hostile takeovers", in *The*

New Corporate Finance, ed. by Donald H. Chew. Blackwell, pp. 503-523.

Byrd, Jhon, Robert Parrino, and Gunnar Pritsch (1998), "Stockholder-manager conflicts and firm value", *Financial Analysts Journal* (May/June), pp. 14-30.

Denis, David J. and Diane K. Denis (1995), "Performance changes following top management dismissals", *Journal of Finance*, 50, pp. 1029-1057.

Franks, Julian and Colin Mayer (1996), "Hostile takeovers and the correction of managerial failure", *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 163-181.

Gaughan, Patrick A. (1996), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. John Wiley.

Grossman, Sanford J. and Oliver O. Hart (1980), "Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics*, 11, pp. 42-64.

Hart, Oliver D. (1995), "Corporate Governance", *Economic Journal*, 105, pp. 678-689

Hasbrouck, Joel (1985), "The characteristics of takeover targets; q and other measures", *Journal of Banking and Finance*, 9, pp. 351-362.

Jensen, Michael C. (1993), "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, 48, pp. 831-880.

Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976), "Theory of the firm; managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

Kang, Jun-koo and Anil Shivdasani (1995),

- "Firm, performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan", *Journal of Financial Economics*, 38, pp.29-58.
- Kaplan, Steven N. (1997), "Corporate governance and corporate performance ; a comparison of Germany, Japan and the U.S", In *Comparative Corporate Governance ; essays and materials*, ed. by Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch. Walter de Gruyter.
- Kennedy, V. A. and R. J. Limmack (1996), "Takeover activity, CEO turnover, and the market for corporate control", *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, pp.267-285.
- Kini, Omesh, William Kracaw, and Shehzad Mian (1995), "Corporate takeovers, firm performance, and board composition", *Journal of Corporate Finance*, 1, pp. 383-412.
- Manne, Henry (1965), "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy*, 75, pp.110-126.
- Martin, Kenneth J. and John J. McConnell (1991), "Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover", *Journal of Finance*, 46, pp.671-687.
- Mikkelson, Wayne H. and M. Megan Partch (1997), "The decline of takeover and disciplinary managerial turnover", *Journal of Financial Economics*, 44, pp.205-228.
- Milgrom, Paul and John Roberts (1992), *Economics, Organization & Management*. Prentice Hall. (奥野正寛他訳『組織の経済学』NTT出版1997年)
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1989), "Alternative mechanisms for corporate control", *American Economic Review*, 79, pp.842-852.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1988), "Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers", In *Corporate Takeovers ; Causes and Consequences*, ed. by Alan J. Auerbach, University of Chicago Press, pp.101-129.
- Prowse, Stephen D. (1995), "Alternative Methods of Corporate Control in Commercial Bank", *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, Third Quarter, pp. 24-36.
- Warner, Jerold B., Ross L. Watts and Karen H. Wruck (1988), "Stock prices and top management changes", *Journal of Financial Economics*, 20, pp.461-492.
- カージャラ, デニスS. (1991), 『セミナー・アメリカ証券法』商事法務研究会。
- 柏木敏 (1997), 「銀行テークオーバーの市場規律機能」『証券経済研究』No 8, 115-131頁。

(当所東京研究所図書館部次長)