

敵対的買収が企業のディスクロージャー情報に 与えた影響について

齋藤 雅子

The Effects of the Hostile Acquisitions on the Firm's Disclosure Information

SAITO Masako

目 次

1. 所有者構造の変化
2. 敵対的買収が増加する背景
3. 敵対的買収とコーポレート・ガバナンスの関係
4. 事例研究
5. ディスクロージャーの拡充に向けて

Abstract

Most firms in Japan are faced with the business risk of hostile acquisitions like in the cases of Sotoh and Yushiro. In the past, Japanese firms were mainly owed by their banks and now it has dramatically changed. The recent hostile acquisitions have the following issues: effectiveness of corporate governance, disclosure information, and accountability for stockholders. Actually, Martin & McConnell [1991] examined that the hostile acquisition is useful for the governance of the management whose firms have the bad result of operation. This paper considers the effect on the developing disclosure information by Japanese firms for effective corporate governance after the increase of hostile acquisitions.

キーワード : ディスクロージャー, 敵対的買収, TOB, コーポレート・ガバナンス

Keywords : Disclosure, Hostile Acquisition, Takeover Bid, Corporate Governance

1. 所有者構造の変化

株式公開買付け¹⁾ (takeover bid, 以下, TOB とする) の増加は, 日本企業の所有者構造を変化させる象徴的な経済事象である²⁾。統計によれば, 2007年の TOB 件数は102件で, 過去最高を記録した2006年の65件を超えた³⁾。TOB による買収 (acquisitions) は1996年以來増加を続けており, TOB が日本において定着していることがうかがえる⁴⁾。

そのうち, 経営陣に同意を得ない TOB (以下, 敵対的 TOB とする) の事例が最近の傾向として見られるようになってきた。2003年にアメリカの投資ファンドであるスティーレル・パートナーズがソトー, ユシロ化学に対して実施した敵対的買収は不成立となった。しかし, それを境にむしろ増加する敵対的 TOB の防衛策を導入する企業が目立ち始め, 敵対的 TOB 自体が目新しいものではなくなった。

例えば, 2006年10月にスティーレル・パートナーズが明星食品への敵対的 TOB を開始したが, 日清食品の友好的 TOB (友好的な第三者として TOB を利用した買収をいう) により同年11月不成立となっている⁵⁾。2007年5月以降, 同投資ファンドによるブルドックソースへの敵対的 TOB は法廷論争へ発展し, 2007年8月に同社が発動した防衛策を認める最高裁判決が出ている⁶⁾。2008年6月には, 経済産業省は敵対的買収防衛策のあり方に関する報告書をまとめ, 株主の利益を保護する観点から経営者が保身のために防衛策を発動する要件を厳格化した。

日本の経営に代表される持合関係が強固な時代 (90年代以降の金融システムの不安定化が生じる以前) には, 日本企業の所有者構造はメインバンクが中心であったため, 短期間にかつ劇的に所有者が変化することはなかった。ソトーやユシロ化学をめぐる TOB (2003年) が, 企業統治 (コーポレート・ガバナンス) の有効性やディスクロージャーのあり方,

1) 東京証券取引所の証券用語によれば, 「株式公開買付け」とは, 不特定多数の者から, ある会社 (有価証券報告書を提出しなければならない会社) の株券等を買集めようとする者が, 買付価格や買付けの期間等を公告する等, 投資者保護の観点に立った所要の要件の下に, 有価証券市場外において一定の株券等を買集める行為をいう (<http://www.tse.or.jp>, 検索日: 2008年2月20日)。

2) 所有者構造の変化の要因については4頁を参照。

3) レコフ [2008], 20頁。ただし, 金額ベースでは, 2007年の TOB 買付金額は約2兆9千億円であり, 2006年の約3兆3千億円を下回っている。

4) レコフ [2008], 18頁。TOB による買収は1996年 (4件) から2007年 (75件) 増加傾向である。

5) 『日本経済新聞』(2006年11月29日付)。

6) 『日本経済新聞』(2007年8月9日付)。

ひいては株主への説明責任という問題提起の役を担ったことが東京証券取引所（以下、東証とする）の調査で明らかである。東証が上場企業2,103社に対して行ったコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査では、コーポレート・ガバナンスの強化のための施策として「ディスクロージャー、株主への説明責任の充実」と回答した企業が全体の75.3%に上った⁷⁾。上場企業がディスクロージャーの充実・強化の法的措置として「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令（内閣府令第28号）⁸⁾」が施行され、2004年3月期の有価証券報告書から「コーポレート・ガバナンスの状況」の開示が義務づけられている。

内閣府令第28号は2002年のアメリカにおける不正会計事件を踏まえた証券市場の改革促進に関する報告書⁹⁾をベースとしているが、施行後1年にも満たない2005年にはライブドアや村上ファンドによる敵対的TOBはいずれも粉飾決算で幕を下ろした。新たな敵対的TOBが資本市場における会計不信を招き、社会全体にディスクロージャーを一層拡充しなければならない風潮がみられる。

そこで本論文では、所有者構造の変化や敵対的TOBの原点といえるソトーとユシロ化学の事例を中心として、敵対的買収が企業のディスクロージャー情報にもたらした影響について検討する。

2. 敵対的買収が増加する背景

日本で初めての敵対的買収は1980年代後半の小糸製作所の事例である。麻布自動車グループから資金を得た米国投資家T・ブーン・ピケンズ氏が小糸製作所の株式を買占め、さまざまな経営改善を要求した。結局、小糸製作所はトヨタ自動車の支援を受け、買収は

⁷⁾ 東証は「前回調査時に比べ5.1ポイント上昇しているものの、前回には「ディスクロージャーの充実」（70.2%）のみについて回答していたため、単純に比較はできないが、情報の公開・説明を重要視する傾向が更に高まっているものと推測される。」と分析している（アンケート調査の詳細は、東京証券取引所 [2003] を参考にした）。

⁸⁾ 当該府令では、「コーポレート・ガバナンスの状況」のほか、「事業等のリスク」および「経営者による財政状態・経営成績の分析（MD&A）」の開示を要求している。

⁹⁾ 金融審議会 [2002], 5頁。報告書によれば、「投資家による「信頼される市場の確立」には、有価証券の発行者として市場に参加する企業に対する信頼を確保する必要がある。そのためには、「企業統治（コーポレート・ガバナンス）の強化」を図るとともに、企業に関する情報が正確に、具体的に、かつ、分かりやすく開示されることが重要であり、「ディスクロージャーの充実・強化」が必要であると考えられる」と示されている。

実現しなかった。その後の敵対的買収は1999年の英国ケーブル・アンド・ワイヤレス(C&W)による国際デジタル通信(IDC)となる。

そもそも日本で敵対的買収が増加する背景には次の2点が挙げられる。第一に、敵対的買収に関する法整備が遅れている事情がある。内閣府や経済産業省等により敵対的買収への対応策が検討協議されていたが、組織再編によって企業活動のフレキシビリティを高めることを目的として会社法が2005年に公布された¹⁰⁾。第二に、外国人投資家からみた日本企業の投資魅力の高まりが見られる。日本企業は株主重視の経営へとシフトし、外国人持株比率が増加している(図1)。

外国人の持株比率が高まる主な要因としてはさまざまなものが考えられるが、ここでは、会計制度の変革、不況の長期化および経営構造の変化の3点を主に挙げておく。近年、国際的に遜色のない会計基準の整備を目指しさまざまな会計基準が導入された。ディスクロージャーの透明性が向上した結果、日本企業に対する投資意欲が高まる誘因となった。また、1990年代における不況の長期化が割安かつ簿価割れ企業を創出した。企業再生のプロセスとして事業の売却が頻発している。さらに、経営構造の変化が影響したと考えられる。日本的経営に代表される持合構造が崩れた。メインバンクの業績悪化と金融商品会計基準が導入されたことも相俟って、持合株式の評価損計上を懸念した企業の多くは持合株式を売却していった。

このような背景下で、ある分析によれば、外国人持株比率とガバナンスシステムの関連について「ガバナンスシステムの市場評価が高い企業ほど、外国人による持株比率が高い傾向にある」と示されている¹¹⁾。この結果は経済団体連合会(以下、経団連とする)のコーポレート・ガバナンス特別委員会[1997]の「グローバル・スタンダードに沿ったコーポレート・ガバナンスが求められている」という見解とも近似している。

¹⁰⁾ 法相の諮問機関である法制審議会会社法部会は2004年12月8日、「会社法制の現代化に関する要綱案」を公表した。今回の法改正は会社形態や配当政策など多岐にわたるものであり、一連の改正は最終局面を迎える。M&Aに関する改正点は、合併で消滅する会社の株主への対価の支払方法について、海外の親会社株式等を利用した日本企業の買収が認められたことである。なお、改正内容は、法制審議会[2004]を参考にした。

¹¹⁾ 家森[1998], 76-77頁。

¹²⁾ 弥永[2004], 75頁によれば、「わが国でも定義には様々な説があり、画一化されていないとする一方で、コーポレート・ガバナンスのあり方に各国で相違が見られるのは最適解が異なりうるからである」と指摘している。

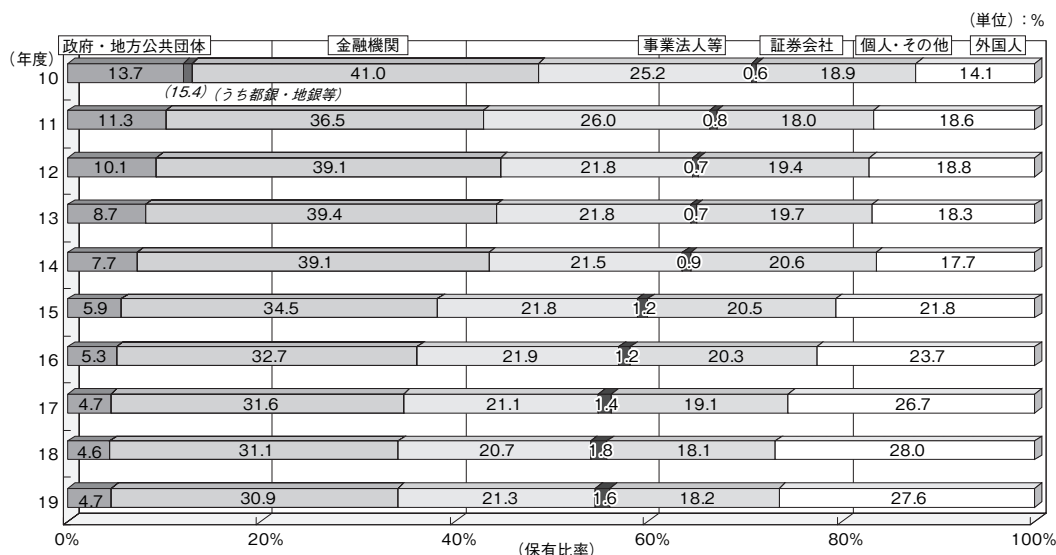


図1 投資部門別株式保有比率

出所：東京証券取引所他 [2008], 6-7頁。

3. 敵対的買収とコーポレート・ガバナンスの関係

(1) 先行研究に基づくコーポレート・ガバナンス

そもそもコーポレート・ガバナンスとは何を意味するのか。様々な定義が存在し世界的な統一基準のようなものはない¹²⁾が、国際的なベンチマークとされる『OECD コーポレート・ガバナンス原則』の改訂版（以下、「改訂 OECD 原則」とする）は「良いコーポレート・ガバナンスに単一のモデルは存在しない」と述べている¹³⁾。例えば、若杉 [2001] は、コーポレート・ガバナンスを「株主のための経営者の監督もしくはその仕組み」と述べている¹⁴⁾。また、小佐野 [2001] は、「コーポレート・ガバナンスは一般には企業経営者に対する規律づけをいい、長期的な視点から株主の利益を確保するために経営者を規律づけ

¹³⁾ OECD [2004], p.12. 「改訂 OECD 原則」は、1999年5月に公表された『OECD コーポレート・ガバナンス原則』（以下、「OECD 原則」とする）をベースに、OECD 加盟国・非加盟国における最近の動向と経験を考慮し2004年4月に改訂されたものを指す。OECD 原則は世界の政策担当者、投資家、企業およびステークホルダーのための国際的なベンチマークとされている。http://www.oecd.org/dataoecd/34/34/32361945.pdf, 検索日：2005年12月10日）を改訂 OECD 原則日本語版の参考にした。

¹⁴⁾ 若杉 [2001], 194頁。

¹⁵⁾ 小佐野 [2001], 1頁。

することを重要な目的とする」¹⁵⁾とされる。また、東京証券取引所がOECD原則等の考え方に立脚し策定した『上場会社コーポレート・ガバナンス原則』において、コーポレート・ガバナンスは「企業統治と訳され、一般に企業活動を律する枠組みのことを意味する」としている¹⁶⁾。

Martin & McConnell [1991] は、「敵対的買収が企業業績の悪い経営者の規律づけに役立った」という実証結果を示している。先の定義から解するに、敵対的買収がコーポレート・ガバナンスに正の影響をもたらす可能性があるということである。それは、内閣府政策統括官室 [2004] による実証分析において「コーポレート・ガバナンス機能と企業業績には正の相関がある」という結果からも導かれる。コーポレート・ガバナンスの定義「所有者である株主のために経営者が規律的に行動し、その行動を監視されるシステム」と先行研究から、敵対的買収とコーポレート・ガバナンスの関係は「敵対的買収がコーポレート・ガバナンスを向上させる」という関係が成り立っているといえる。Martin & McConnell [1991] の研究は1980年代のアメリカ企業に限定されているが、それらを取り巻く経済不況、企業破綻、リストラクチャリングといった環境は、1990年以降の日本と類似する。よって、彼らのインプリケーションは日本のコーポレート・ガバナンスのあり方にも影響すると思われる。

(2) 敵対的買収の2つの対応策

敵対的買収の対応策は責任の所在を企業の内外で区分すると、①防衛策等に関する法整備（外的因子）と②コーポレート・ガバナンス機能の質的向上（内的因子）の2つある。①の外的因子については、2004年9月16日、経済産業省が敵対的買収の防衛策に関して企業価値研究会を発足し、翌春に中間報告書を公表している¹⁷⁾。内閣府経済社会総合研究所

¹⁶⁾ 東京証券取引所 [2004], 5頁。『上場会社コーポレート・ガバナンス原則』（以下、「本原則」とする）は「上場会社コーポレート・ガバナンス委員会」（東京証券取引所の代表取締役社長、土田氏の呼び掛けに応じて2002年12月24日に設けられた）によりとりまとめられた。その趣旨は、東証が「本原則」を上場会社や株主・投資家等関係者に周知徹底することにより、東証市場におけるコーポレート・ガバナンスの取り組みが進められることを求めるものである。特に決算短信におけるガバナンス関連情報の開示についての指針を策定し、開示指針として上場会社に利用されることで、上場会社の説明責任を向上させることが狙いとされている（東京証券取引所 [2004], 15-17頁）。

¹⁷⁾ http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/press/0005578/, 検索日:2005年12月10日。2008年6月に行われた第29回企業価値研究会では、買収防衛策のあり方に関する報告書案が審議されたが、最終文案は調整中である（<http://www.meti.go.jp/committee/materials/g80611aj.html>, 検索日:2008年6月20日）。

M&A 研究会は、防衛策や商法・税制に関する整備の必要性を研究報告としてまとめている。また、経団連は同年11月11日、敵対的買収に伴う企業価値の喪失やステークホルダーのリスク増大を背景に意見書¹⁸⁾を公表した。

一方、②の内的因子であるが、そもそも企業の自己責任によるものである。企業経営者は企業価値を高め、また所有者である株主を指向する経営を行う責任を有する。企業価値を高めるということは、企業業績の持続的な上昇を意味すると同時に株価の高水準での安定を指す。東証の調査では、回答企業の7割以上がコーポレート・ガバナンスの充実のための施策として「ディスクロージャー、株主への説明責任の充実」を挙げている点からみると、ディスクロージャー拡充の動向が注目されるところである。

（3）コーポレート・ガバナンスの評価とディスクロージャーの必要性

一般に、企業に対する市場評価は株価で示されるため、「株主のために経営者の規律づけされる枠組み」としてコーポレート・ガバナンスがうまく機能するには積極的な IR 活動が求められる。IR 活動は会計基準や監査基準等による制度的な枠組みで規定されたものと、企業の広報活動の一環として行われるものとに分けられる。前者は「業績」を企業外部に公表する手段としての制度的開示（狭義のディスクロージャー）であり、後者が企業独自のスタンスで行われる自発的開示である。敵対的 TOB に対してマネジメント・バイアウト¹⁹⁾（Management Buyout, 以下、MBO とする）や高配当政策が実施された結果、ソトーやユシロ化学は個人投資家比率の高まりというリスクを負うこととなった。個人投資家は企業業績や経営戦略に対して機関投資家より敏感とされ、両社のガバナンスに対する市場評価が不安定になりやすい。

図2、図3で示されているように、両社が増配政策を打ち出した直後株価が上昇し、最終的に TOB が不成立となった。両社の株価推移によれば、増配政策公表後の株価（ソトーは2004年2月16日時点、ユシロ化学は2004年1月15日時点）は TOB 前後（2003年3月末日から2005年1月末日）で最高値となった。ただし、2004年3月末期決算前後における両社の株価水準は急落しており、株価水準を維持する難しさを示している。

¹⁸⁾ 同意見書は「企業買収に対する合理的な防衛策の整備に関する意見」を指す。経団連は公表の背景として「企業の長期的利益にコミットしていない買収者が自らの短期的利益の追求を図ることにより企業価値が損なわれたり、株主や従業員、地域社会等に大きな不利益を及ぼすリスクが増すことは否定できない」と指摘している。

¹⁹⁾ マネジメント・バイアウトとは、買収対象会社役員等の経営陣が、金融投資家と共同して対象企業の株式を買い取る取引をいう（安田・松古・高谷 [2001], 361頁）。

コーポレート・ガバナンスの評価が難しいのは、定義が多様であることの他に、評価尺度に何を用いるかによって得られる解が異なるからである。例えば、藤井 [2004] が述べるように、良いガバナンスシステムであるかどうかの判断基準が企業環境の変化への耐性に富み、持続的な好業績の確保が可能かどうかであるとする²⁰⁾。敵対的 TOB を想定すれば、敵対的 TOB という「変化」に耐えることのできる、TOB 後も継続的に業績が伸ばすことのできる組織であったのかという点が評価対象となる。

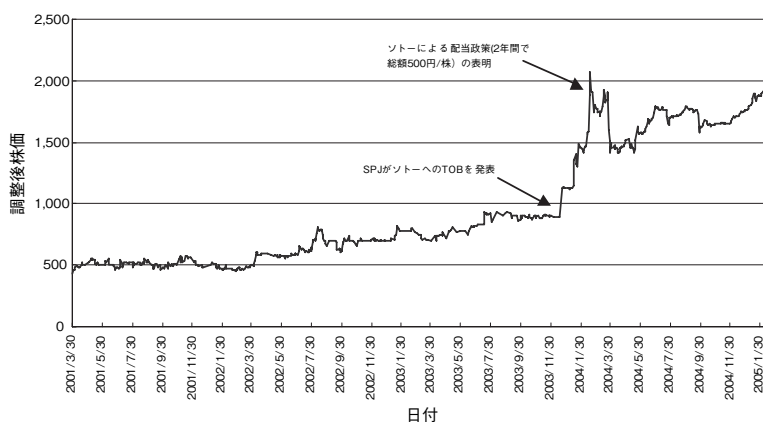


図2 ソトの株価



図3 ユシロ化学の株価

²⁰⁾ 藤井 [2004], 96-97頁。

4. 事例研究

以下では、ソトーとユシロ化学の事例を通じて、具体的に敵対的買収がディスクロージャーに与えた影響について考察する。

(1) ソトー

毛織物染色大手のソトー（正式社名：ソトー(株)）に対する敵対的 TOB の動きは、2002年10月、SPJ がソトーへ多額出資を行い大株主となって以来始まった（表1）。2003年12月19日に TOB を公表されたソトーの経営陣は、一週間後ベンチャーキャピタルと共同による対抗策を発表した。

しかし、SPJ の再三に及ぶ TOB によって示された公開買付価格が高騰したため、MBO を断念し、配当政策の転換を行っている²¹⁾。その配当政策とは、2004年3月期の配当を1株当たり200円とし（表2）、以後2年間で総額500円とするという内容である。前年度（2003年3月期）実績が1株当たり13円であり、今回の配当政策が異例であることがわかる。ソトーは2004年3月期決算において、TOB の終結を以下のようにコメントしている。

（ソトー2004年3月期決算短信、4頁）なお、昨年末に米国系投資ファンドによる当社株式公開買付けが公告されましたが、当社は、株主をはじめ、当社及び当社の利害関係者に不利益を及ぼすものであると判断してこれに反対するとともに対抗策を講じましたが、最終的には増配等による株主への利益還元策を発表いたしました結果、株価が上昇し当該公開買付けは収束いたしました。

表1 ソトーの TOB をめぐる動き

年月日	当事者	一連の動き
2002. 10	SPJ	ソトーの大株主へ
2003. 12. 19	SPJ	ソトーへのTOBを発表（公開買付価格：1150円，期限：2004.1.26）
2003. 12. 26	ソトー	SPJによるTOBに対して反対意見を表明する
2004. 1. 15	ソトー	大和証券系ベンチャーキャピタル（エヌ・アイ・エフ ベンチャーズ）と組んでMBOを行うと発表する （公開買付価格：1250円，発行済み株式の3分の2を取得し非公開会社にする）
2004. 1. 26	SPJ	TOBが失敗に終わる（TOBに応じた株主は発行済み株式の1%弱）
	SPJ	TOBの期限延長および公開買付価格の変更を発表する（変更後期限：2004.2.16，変更後公開買付価格：1400円）
2004. 2. 5	ソトー	公開買付価格を1470円と変更する旨提案を行う
2004. 2. 12	SPJ	TOBの期限延長および公開買付価格の変更を発表する（変更後期限：2004.2.23，変更後公開買付価格：1550円）
2004. 2. 16	ソトー	SPJの示す1550円に対抗することは困難とし、MBOの断念を公表する
2004. 2. 16	ソトー	2004年3月期の配当を200円/株（前期実績13円）とし、2006年3月期までに総額500円/株の配当政策を表明する

参考：ソトーホームページ「新着情報」（<http://www.sotoh.co.jp/info/index.html>）。
SPJ：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（米投資会社）の略称。

²¹⁾ ソトー2004年3月期配当予想の修正（2004年2月16日公表）による。

表2 ソトーの配当状況 (2004年9月中間期)

	1株当たり中間配当金		1株当たり年間配当金	
	円	銭	円	銭
2003年9月中間期	6.	50	-	
2004年9月中間期	75.	00	-	
2004年3月期	-		200.	00

注) 2004年9月中間期配当金の内訳: 特別配当68円50銭
出所: ソトー2005年3月期「個別中間決算財務諸表」(2004年11月18日公表)。

また、2004年9月末日の中間決算において外国人持株比率が0.5%となったことから明らかのように、SPJは事実上撤退したと解される²²⁾。しかし、個人投資家による株式保有比率が41.2%となり、2003年9月から23.8%増加した²³⁾。一般的に、個人投資家は短期的なキャピタル・ゲインを目的として株式を取得する傾向が強く、投資対象たる企業の動向を日頃からウオッチしている。彼らにとっての投資魅力を失った企業の株式は市場に放出される。株主構成の変化は、株価の安定を含め配当政策の充実やディスクロージャーの向上をソトー経営陣に迫っている。

(2) ユシロ化学

ユシロ化学(正式社名: ユシロ化学工業株)は一連の敵対的買収を契機として保有資金の積極的活用へ経営方針を転換させた。第一弾はタイ進出と見られ、マレーシアの現地法人および日系商社との共同で現地法人「ユシロ・タイランド」をバンコク近郊に設立、ユシロ化学は71.4%を出資している²⁴⁾。ソトーと同様に、SPJは2003年12月、ユシロ化学へTOBを仕掛けた(表3)。

2004年1月にユシロ化学は2004年3月期の配当を200円/株(前期実績14円)とし、2005年3月期以降3期にわたる配当性向100%とすると公表した。その対応が市場で評価され、株価が高騰しTOBは不成立となった。また、ユシロ化学は創業初の投資家向け会社説明会(3月)を実施している²⁵⁾。2004年12月には経営環境や業績予想の見直しにより

²²⁾ SPJはピーク時にソトー株式12.9%を保有していた。

²³⁾ 『日本経済新聞』(2004年11月19日付)。

²⁴⁾ ユシロ化学「第72期中間事業報告書」(2004年4月1日～9月30日)、7頁。

²⁵⁾ 「第71期事業報告書」(2003年4月1日～2004年3月31日)によれば、創業初の投資家向け会社説明会の実施(2004年3月23日)の目的は、IR活動の一環としてだけでなく、経営計画の積極的なディスクロージャーを株価安定の下支えとして位置づけていることと解される。

表3 ユシロ化学の TOB をめぐる動き

年月日	当事者	一連の動き
2002. 11	SPJ	ユシロ化学の大株主へ（保有株式比率5.1%へ）
2003. 12	SPJ	ユシロ化学へのTOBを発表（公開買付価格：1050円，期限：2004.1.26）
2004. 1. 15	ユシロ化学	2004年3月期の配当を200円/株（前期実績は14円）とし，2005年3月期以降3期にわたる配当性向100%を表明する
2004. 1. 26	SPJ	TOBが不成立となる
2004. 3. 23	ユシロ化学	創業初の会社説明会を開催する
2004. 5	SPJ	ユシロ化学株式の17万株を購入する（保有株式比率10.7%へ）

参考：ユシロ化学工業ホームページ「IR情報」（<http://www.yushiro.co.jp/ir/annual.html>），日本経済新聞（2004年6月4日）。
 SPJ：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（米投資会社）の略称。

配当政策が上方修正された。

（3）考察

事例の考察は2つの観点から行う。第一に、両社がなぜ敵対的 TOB の対象とされたのか、その要因について検討する。なぜなら、SPJ が敵対的 TOB を仕掛けたのは短期の投機目的と考えられるが、アメリカの事例で明らかのように、敵対的 TOB の対象となった企業は①株式の市場価格に割安感があり、かつ、②純資産価値を下回るという要件を満たすことが一般的である。ソトーやユシロ化学についても同様の要件が成立していたと推察できる。

仮に、TOB 以前から両社について2つの要件がすでに成立していたとすれば、両社のガバナンスがうまく機能していたとは言えない。つまり、発行株式数に株価を乗じて算定される時価総額が、純資産簿価をかなりの程度下回っていれば、企業に対する市場の評価が低いことを表す。そのため、経営者がこのような状況を事前に把握していなかった、もしくは、事前に把握しながら企業価値の向上に対しての具体策を講じていなかったことになる。以下①では、2003年3月期の時価総額を TOB 前の決算期末時点と TOB 時点の株価により算定し、純資産簿価（TOB 前の決算期末時点）との比較を行う。

もう1つの観点として、敵対的 TOB の前後で両社のディスクロージャーがいかに変化したかを確認する。先述したように、藤井 [2004] が示すコーポレート・ガバナンスの2つの評価尺度としてディスクロージャーと業績をあげたが、両者には密接な関連がある。ディスクロージャーは「業績」を外部に公表する手段として位置づけられ、そのディスクロージャーを通じて資本市場における企業の写像が明らかとなる。敵対的 TOB を通じて全株主に占める個人投資家の株式保有割合がソトーとユシロ化学の両社とも高まった。そ

のため、ガバナンスに対する市場評価が敏感となり、株価が影響されやすくなったと解され、IR活動の重要性が以前よりも増していると推察される。②ではTOB前後（2003年3月期と2004年3月期）の決算資料を比較し、ディスクロージャーの変化を確認する。③は考察のまとめである。

① 要因

表4は2003年3月期をベースとするソトーとユシロ化学の純資産簿価と時価総額を示している。時価総額については、3月の株価、TOB公表前日の株価およびTOB買付価格をベースに算定し純資産簿価との比較に用いる。2003年3月ベースの時価総額と純資産簿価とを比較すると、ソトーとユシロ化学のいずれの時価総額も純資産簿価より下回っている。両社の時価総額は純資産簿価の約1/2（ソトーは1/2弱）であり割安感が解される。TOB公表時の買付価格ベースによる時価総額の対簿価比においては、ソトー71.1%、ユシロ化学80.2%である。比較を通じて、両社の発行株式の価格が帳簿上の純資産額より割安であったことが敵対的TOBのターゲットとなった一因と推察できる。

表4 ソトーとユシロ化学の企業価値（2003年の時価総額と純資産簿価）

	ソトー			ユシロ化学		
	百万円	対簿価 (%)	株価算定日	百万円	対簿価 (%)	株価算定日
時価総額（2003年3月末日）	10,673	44.3	3/24	10,432	53.9	3/31
時価総額（TOB公表前日）	13,474	56.0	12/18	14,057	72.6	12/10
時価総額（TOB買付価格ベース）	17,107	71.1	12/24	15,512	80.2	12/12
比較						
純資産簿価（2003年3月期）	24,075	-	3/31	19,353	-	3/31

注) いずれの算定価格についても2003年3月31日の平均株式数を利用。
出所：ソトーおよびユシロ化学の2003年3月期決算短信、Yahoo!financeの株価データに基づき作成。

② ディスクロージャーの変化

TOB公表の前後でディスクロージャーにいかなる変化が生じたかについて、2003年3月期および2004年3月期の各社別「決算短信」をもとに比較検討し、主要キーワード別に变化した点を以下にまとめた。

・ソトーの変化

2004年3月期「決算短信」において『資本効率の向上』と『利益還元策』に関連する文面が新たに追加されていた。TOBをきっかけに、経営者が剰余金の取り扱いについて、積極的に株主へ還元していく方針へ転換した表れと考えられる。

敵対的買収が企業のディスクロージャー情報に与えた影響について（齋藤雅子）

＜ソトーにおけるディスクロージャーの変化＞

① 『資本効率の向上』

経営方針

4. 目標とする経営指標

当社グループは、ROE（株主資本利益率）5%以上を経営指標の目標として収益性・企業価値・資本効率の向上に努めております。（p.3）

経営状態及び財政状態

1. 経営成績の(2)次期の見通し

当社グループといたしましては、このような厳しい情勢を直視し安価な輸入品との棲み分けを前提とした質重視の経営を推進することを基本に、魅力ある差別化加工技術の開発と合わせ積極的な営業活動を展開するとともに、総コストの徹底した低減に努力を傾注し、事業の競争力向上を強力に推し進め、更には、資本効率の向上をはじめ経営全般にわたり改革を進めてまいり所存でございます。（p.4）

② 『利益還元策』

経営方針

2. 利益配分に関する基本方針

（中略）

一方、内部留保金につきましては、今後予想される業界における競争激化に対処し、コスト競争力の向上や市場ニーズに応える設備投資、研究開発投資及び今後の中長期的な事業展開に十分に耐えられる水準に達しておりません。従いまして、当社の中核的事業の運営に支障をきたさない範囲で内部留保を取り崩すこととし、平成18年3月期までに、1株当たり総額500円相当の利益還元策を実施する予定であり、そのうち、当期につきましては1株当たり年間200円を配当することにいたします。（p.3）

出所：ソトー2004年3月期「決算短信」（2004年5月20日公表）。
ただし、該当箇所への下線は筆者による。

・ ユシロ化学の変化

2004年3月期「決算短信」において『IR活動の積極的取り組み』と『価値』に関連する文面が新たに追加されている。特に、『価値』については、企業価値、株主価値、もしくは株式価値といった語句を含めると全9箇所に表示が及んだ。いずれのキーワードからも、TOBに端を発して、株主重視の経営を積極的に行っていくとするユシロ化学の経営者の意図が示されている。そのための施策として、IR活動を含めコーポレート・ガバナンスを強化していくことを新たに明文化している。

③ まとめ－ガバナンスの評価とディスクロージャーの変化－

第一に、ソトーとユシロ化学の両社がなぜ敵対的TOBの対象とされた要因について、純資産簿価と時価総額の比較検討を行い検討した。表4の示すとおり、両社ともTOB前の決算期末時点の株価ベース（2003年3月期）による時価総額が純資産簿価（同決算時点）の約1/2とかなり低水準であったことが明らかとなった。また、TOB買付価格ベース（2003年12月）による時価総額は対簿価比において、ソトー約70%、ユシロ化学約80%となっていた。以上から、SPJは両社に対する割安感からTOBを実施したと考えられる。

ここで、両社のコーポレート・ガバナンスについて考えてみる。定義からガバナンスの実効性は経営者が株主のために行動する規律づけを行うしくみがうまく機能するかどうかにかかっている。そうすると、両社の経営者が自社の市場評価が低いという現状に具体策を投じなかったことがTOBを未然に防げなかった一因と思われる。そのような経営者の姿勢に対して、規律づけを行い、監視できていないという観点でみれば、両社のガバナンスが健全に機能していたとはいえないであろう。

第二に、TOBを境にしてディスクロージャーが変化したかどうかを「決算短信」を用いて検討した。TOB後の「決算短信」にて新たに利用されている語句を列挙すると、『IR活動への積極的な取り組み』『価値（企業価値、株主価値、株式価値を含む）』『資本効率の向上』『利益還元策』等となっている。ディスクロージャーはガバナンスにおける説明責任を果たすための手段であるが、いずれの語句も株主への説明責任を充実させるためのものであり、特に、ユシロ化学については、コーポレート・ガバナンスの強化の施策としてIR活動を積極的に行うことを表明している。TOBのプロセスを経て、両社がガバナンス強化に向けディスクロージャー情報を拡充したことが確認できた。

<ユシロ化学におけるディスクロージャーの変化>

① 『IR活動への積極的取り組み』

2. 経営方針

3) 中長期的な経営計画 [重点施策5. コーポレート・ガバナンスの強化]

・適切な情報開示。(『IR活動への積極的取り組み』) (p.3)

5) コーポレート・ガバナンスに関して

(中略)

今期中に生じた重要な事項として、03年12月に株式公開買付(TOB)が公告され、買付価格が当社の企業価値を正當に反映していないという判断に基づいて、直ちにTOBに反対する旨の意見表明を行うと共に、新たな増配施策を打ち出したことによりまして、TOBへの応募者ゼロという形で収束いたしました。今後は、企業価値の向上を目指した増配施策の実施や『IR活動への積極的取り組み』を行い、企業の「透明性」を高めていく所存であります。(p.3)

② 『価値』（企業価値・株主価値・株式価値を含む）*複数箇所（全9箇所）から抜粋。

2. 経営方針

2) 利益配分に関する基本方針

当社は、従来、安定配当及び企業体質の強化を目指した内部留保に努めてきた結果、当社の自己資本は、今後の中・長期的事業展開にも十分耐えられる水準に達したものと判断しております。当社には、この蓄積してきた自己資本以上の株式価値があると確信しておりますが、株式市場において当社の株価にはその価値が具現されていないと考えております。(p.2)

(後略)

3) 中長期的な経営計画 [経営基本方針4.]

収益力を高め、もって企業価値・株主価値の向上に資する。(p.2)

3) 中長期的な経営計画 [重点施策5. コーポレート・ガバナンスの強化]

5. ディスクロージャーの拡充に向けて

本論文では、敵対的買収が企業のディスクロージャー情報に与えた影響について、ソトーとユシロ化学の事例を中心に検討を行った。というのも、日本において敵対的買収に伴うコーポレート・ガバナンス強化の議論が高まる中で、敵対的 TOB 対象会社のガバナンスが有効に機能していたのか、また一連の TOB が決着した後、ガバナンス強化に対してディスクロージャー拡充などをどのように進展させたのかに関心を持ったからである。ニッポン放送や阪神電鉄、北越製紙やフタタといった事例を含め、日本企業は敵対的 TOB の脅威にさらされており、両社の事例が特別であるとの見方は払拭されてきた。

コーポレート・ガバナンスの定義は多様であるが、企業や経営者、組織などの規律づけであるとすれば、その定性的情報を充実させるのは制度の整備だけでなく、経営者の意識によるところが大きい²⁵⁾。会社法が2006年5月1日に施行され、外資による日本企業の買収が容易となるなど M&A 関連の法制度が緩和された。日本企業の経営者は買収リスクに直面している。企業は、外国人投資家という所有者もしくは潜在的所有者に指向したディスクロージャー情報をさらに拡充していくことが求められている。

参考文献

- Business Sector Advisory Group on Corporate Governance [1998], *Corporate Governance : Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*, April.
- Martin, K. and J. McConnell [1991], "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management," *Journal of Finance* 46, pp.671-687.
- Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD) [2004], *Principles of Corporate Governance*, April.
- Weston, J.Fred, Mark L. Mitchell and J. Harold Mulherin [2004], *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Fourth Edition, Pearson Prentice Hall.

²⁵⁾ 本論文では、ソトーとユシロ化学の2003年3月期および2004年3月期の決算短信を取りあげているが、東証は2003年3月期の決算発表資料からコーポレート・ガバナンス関連情報の記載を従来の要請ベースから全上場会社に必須の記載項目としており、開示情報の充実が経営者の意識によることが表れていると解される。

- 家森信善 [1998], 「日本企業のコーポレート・ガバナンスと外国人投資家」『月刊資本市場』第151号(3月), 76-82頁。
- 小佐野広 [2001], 『コーポレート・ガバナンスの経済学－金融契約理論からみた企業論』日本経済新聞社。
- 金融審議会 [2002], 「証券市場の改革促進」(第一部会報告, 12月16日)。
- 経済産業省経済産業政策局企業価値研究会 [2008], 「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方(案)」(6月)。
- 土屋守章・岡本久吉 [2004], 『コーポレート・ガバナンス論－基礎理論と実際』有斐閣。
- 東京証券取引所 [2003], 「コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果」(1月27日)。
- 東京証券取引所 [2004], 『上場会社コーポレート・ガバナンス原則』(3月16日)。
- 東京証券取引所, 大阪証券取引所, 名古屋証券取引所, 福岡証券取引所, 札幌証券取引所 [2008], 「平成19年度株式分布状況調査の調査結果について」(6月18日)。
- 内閣府政策統括官室 [2004], 「企業の事業再構築, コーポレート・ガバナンスと企業業績－近年の企業関連制度整備の効果－」(政策効果分析レポート No.18)。
- 日本経済団体連合会コーポレート・ガバナンス特別委員会 [1997], 「コーポレート・ガバナンスのあり方に関する緊急提言」(9月10日)。
- 日本経済団体連合会 [2004], 「企業買収に対する合理的な防衛策の整備に関する意見」(11月11日)。
- 野村證券(株)金融研究所経営調査部 [2004], 「2003年の日本企業に関連する M&A の動向」(1月9日)。
- 藤井一徳 [2004], 「委員会設置会社の有効性が問われる年」『エコノミスト臨時増刊』(4月12日), 96-97頁。
- 藤沼亜起・平松一夫・八田進二 [2003], 『会計・監査・ガバナンスを考える』同文館出版。
- 法制審議会会社法部会 [2004], 「会社法制の現代化に関する要綱案」(12月8日)。
- 宮島英昭・原村健二・稲垣健一 [2002], 「進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生」報告書の概要『財務詳細』第2337号(7月15日), 5-10頁。
- 安田荘助・松古樹美・高谷晋介 [2001], 『株式交換と会社分割』日本経済新聞社。
- 弥永真生 [2004], 「IV「コーポレート・ガバナンスの状況」の開示について」『有価証券報告書における「事業等のリスク」等の開示に関する検討について』(中間報告), 財務会計基準機構(2月), 57-80頁。
- レコフ [2008], 「統計とデータ」『M&A 専門誌 MARR』第160号(2月号), 18-20頁。
- 若杉敬明 [2001], 「コーポレート・ガバナンス－日本企業に何が求められているか－」『フィナンシャル・レビュー』第60号(12月), 187-200頁。
- 『日本経済新聞』(2004年6月4日)。
- 『日本経済新聞』(2004年11月19日)。
- 『日本経済新聞』(2006年11月29日)。
- 『日本経済新聞』(2007年8月9日)。
- ソトホームページ「新着情報」

敵対的買収が企業のディスクロージャー情報に与えた影響について（齋藤雅子）

(<http://www.sotoh.co.jp/info/index.html>, 検索日：2007年9月20日)。

経済産業省ホームページ「企業価値研究会の設置について」

(http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/press/0005578/, 検索日：2005年12月10日)。

経済産業省ホームページ「企業価値研究会第29回資料」

(<http://www.meti.go.jp/committee/materials/g80611aj.html>, 検索日：2008年6月20日)。

ユシロ化学工業ホームページ「IR情報」

(<http://www.yushiro.co.jp/ir/annual.html>, 検索日：2007年9月20日)。